

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Ocenění výrobního podniku

Valuation of the Manufacturing Company

Student: Bc. Markéta Pavlová

Vedoucí diplomové (bakalářské) práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2010

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Markéta Pavlová**
Studijní program: N6208 Ekonomika a management
Studijní obor: 6208T020 Ekonomika podniku
Specializace: 00 Ekonomika podniku
Téma: **Ocenění výrobního podniku**
Valuation of the Manufacturing Company

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska oceňování
 3. Charakteristika podniku
 4. Ocenění podniku
 5. Návrhy a doporučení
 6. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

- DAMODARAN, A. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2.vyd. USA: John Wiley & Sons, 2006. 685 s. ISBN 0-4717-5121-9.
KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.


Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

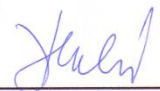
Vedoucí diplomové práce: **Ing. Josef Kašík, Ph.D.**

Datum zadání: 20.11.2009

Datum odevzdání: 30.04.2010




prof. Ing. Zdeněk Mikoláš, CSc.
vedoucí katedry


prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci včetně příloh vypracovala samostatně s využitím uvedených zdrojů.

V Ostravě 30. 4. 2010

.....
Bc. Markéta Pavlová

Na tomto místě bych ráda poděkovala vedoucímu diplomové práce panu Ing. Josefovi Kašíkovi, Ph.D. za vedení a konzultace v průběhu psaní práce. Rovněž děkuji ekonomickému řediteli za spolupráci a poskytnuté informace.

OBSAH

1 ÚVOD	7
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ	8
2.1 VYMEZENÍ ZÁKLADNÍCH POJMŮ	8
2.1.1 Oceňování	8
2.1.2 Podnik jako předmět ocenění	8
2.1.3 Hodnota podniku	8
2.1.4 Hladina hodnoty podniku	9
2.2 DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU	9
2.3 ZÁKLADNÍ PŘÍSTUPY K OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	10
2.3.1 Tržní hodnota	10
2.3.2 Subjektivní hodnota	11
2.3.3 Objektivizovaná hodnota	11
2.3.4 Kolínská škola	12
2.4 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
2.4.1 Specifikace cíle ocenění	13
2.4.2 Sběr vstupních dat	14
2.4.3 Strategická analýza	14
2.4.3.1 Analýza makroprostředí	15
2.4.3.2 Analýza mikroprostředí	15
2.4.4 Finanční analýza	16
2.4.4.1 Základní vstupní zdroje informací [4]	16
2.4.4.2 Ukazatele finanční analýzy	18
2.4.5 Sestavení finančního plánu	24
2.4.6 Ocenění	24
2.5 FAKTOR ČASU A RIZIKA PŘI OCENĚNÍ PODNIKU	25
2.6 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU [6]	25
2.6.1 Metody založené na analýze výnosů	25
2.6.1.1 Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)	26
2.6.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	30
2.6.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty	31
2.6.1.4 Kombinované výnosové metody	32
2.6.2 Metody založené na analýze trhu	32
2.6.2.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu	32
2.6.2.2 Metoda srovnatelných podniků	33
2.6.2.3 Metoda srovnatelných transakcí	33
2.6.2.4 Metoda odvětvových násobitelů	33
2.6.3 Metody založené na analýze majetku	33
2.6.3.1 Likvidační hodnota	33
2.6.3.2 Účetní hodnota na principu historických cen	34
2.6.3.3 Substanční hodnot na principu reprodukčních cen	34
3 CHARAKTERISTIKA PODNIKU	35
3.1 ZÁKLADNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI	35
3.2 HISTORIE SPOLEČNOSTI	36
3.3 VÝZNAMNÉ FAKTORY	37
3.3.1 Výrobní sortiment	37
3.3.2 Technologie	38
3.3.3 Zaměstnanci	39
3.3.4 Zákazníci	39

3.3.5 Dodavatelé	39
3.3.6 Konkurence	40
3.4 VYHODNOCENÍ VNITŘNÍHO POTENCIÁLU PODNIKU	40
4 OCENĚNÍ PODNIKU	41
4.1 STRATEGICKÁ ANALÝZA	41
4.1.1 Analýza makroprostředí	41
4.1.1.1 Hrubý domácí produkt	41
4.1.1.2 Inflace	42
4.1.1.3 Nezaměstnanost	42
4.1.1.4 Úvěry a úrokové sazby	42
4.1.1.5 Státní rozpočet a daně	43
4.1.2 Analýza mikroprostředí	43
4.1.3 Vyhodnocení vnějšího potenciálu podniku	44
4.2 FINANČNÍ ANALÝZA	45
4.2.1 Analýza absolutních ukazatelů	45
4.2.1.1 Analýza rozvahy	45
4.2.1.2 Analýza výkazu zisku a ztráty	49
4.2.2 Analýza poměrových ukazatelů	52
4.2.2.1 Ukazatele rentability	52
4.2.2.2 Ukazatele aktivity	53
4.2.2.3 Ukazatele zadluženosti	54
4.2.2.4 Ukazatele likvidity	55
4.2.3 Souhrnné modely hodnocení finančního zdraví podniku	56
4.2.3.1 Index IN05	56
4.2.4 Souhrnné zhodnocení finančního zdraví podniku	57
4.3 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	59
4.3.1 Plánovaný výkaz zisku a ztrát	59
4.3.2 Plánovaná rozvaha	60
4.3.3 Plánovaný výkaz peněžních toků	61
4.4 VLASTNÍ OCENĚNÍ PODNIKU	62
4.4.1 Metoda účetní hodnoty	62
4.4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	62
4.4.3 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)	65
4.4.3.1 Výpočet FCF	65
4.4.3.2 Stanovení průměrných nákladů kapitálu	66
4.4.3.3 Výpočet hodnoty podniku	67
4.4.3.4 Citlivost hodnoty vlastního kapitálu na změně tempa růstu	69
4.4.4 Syntéza ocenění podniku	70
5 NÁVRHY A DOPORUČENÍ	71
6 ZÁVĚR	73
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	74
SEZNAM ZKRATEK	76
PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE	77
SEZNAM PŘÍLOH	78

1 ÚVOD

V souvislosti s transformací ekonomiky v České republice a následnou privatizací většiny podniků se stala předmětem opětovného zájmu problematika oceňování podniku. V podmínkách tržní ekonomiky vyplývá potřeba znát tržní hodnotu podniku z různých důvodů, např. koupě a prodej podniku, vstupu nových společníků do společnosti, fúzí a přeměn společnosti apod.

V současnosti stanovení hodnoty podniku není jen záležitostí znalců a odhadců, ale především podnikohospodářské sféry. Každý majitel a manažer by se měl zajímat o poznání skutečné hodnoty své společnosti. Tuto hodnotu je třeba nejen znát, ale také s ní umět pracovat.

Stanovení hodnoty podniku není pouhé dosazení podnikový čísel do vzorce. Oceňování podniku vyjadřuje komplexní zhodnocení perspektiv a potenciálu podniku, které vychází ze znalostí současné situaci podniku, rovněž z prognóz ekonomického vývoje, vývoje odvětví, relevantního trhu, chování zákazníků, konkurentů, obchodních partnerů apod.

Cílem diplomové práce je zhodnotit dosavadní vývoj společnosti DOLS, a.s., a pomocí vybraných metod stanovit její objektivizovanou hodnotu. Ocenění bude provedeno k 1. 1. 2010. Závěry této práce jsou určeny pro potřeby vlastníků a managementu společnosti, a budou sloužit jako podklad pro jejich budoucí rozhodování a řízení.

Výchozí informaci o současné hodnotě podniku poskytne metoda účetní hodnoty, která je založena na principu historických cen. Poté bude ocenění provedeno podle dvou výnosových metod, tj. metody kapitalizovaných čistých výnosů a metody diskontovaných peněžních toků, která je považována za základní výnosovou metodu. Žádná z metod tržního srovnání nebude použita, protože není k dispozici dostatečná základna pro srovnání.

2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ

2.1 VYMEZENÍ ZÁKLADNÍCH POJMŮ

2.1.1 Oceňování

Výsledkem procesu oceňování je stanovení hodnoty podniku. Samotný podnik nemá žádnou objektivně danou hodnotu, z tohoto důvodu nemůže existovat ani jediné správné ocenění. Výsledná hodnota závisí na mnoha faktorech, zejména na účelu ocenění, množství a kvalitě dostupných informací, množství času na zpracování a na zkušenostech odhadce. [4]

2.1.2 Podnik jako předmět ocenění

Při snaze vymezit pojem podnik zjistíme, že existuje řada definic. Pro účely oceňování je nejvhodnější řídit se obchodním zákoníkem, který definuje podnik v § 5 jako: „...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.“¹ Podnik je tedy chápán jako celek, který je složen z hmotných, nehmotných a osobních složek podnikání. Při oceňování podniku je nutno brát všechny tyto složky v jednotě a celistvosti. [4]

2.1.3 Hodnota podniku

Hodnota je ekonomický pojem, který se týká peněžního vztahu mezi zbožím a službami, které je možné koupit, a těmi kdo je kupují či prodávají. Na rozdíl od ceny není hodnota skutečností, ale odhadem ohodnocení zboží či služeb v daném čase a podle konkrétní definice hodnoty. [3]

Mařík [6] vymezuje ekonomickou hodnotu jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. Ekonomická hodnota vyplývá ze dvou základních skutečností hospodářského života:

- lidské potřeby obecně nemají hranice,
- zdroje k uspokojení lidských potřeb jsou omezeny.

Ekonomická hodnota určitého statku má dvě základní stránky:

- užitná hodnota – schopnost statku uspokojovat lidské potřeby, závisí na možnostech využití, preferencích a záměrech vlastníka daného předmětu,

¹ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

- směnná hodnota – je výrazem schopnosti statku být předmětem směny. Statek může být předmětem směny, v případě že má užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici v omezeném množství.

Hodnota podniku závisí také na budoucím užítku, který můžeme z držení podniku očekávat. Tyto užitky mohou mít nejrůznější podobu a v podstatě je můžeme rozdělit na užitek povahy finanční a užitek, který ve finanční podobě bezprostředně vyjádřen není (např. společenské postavení). Z praktických důvodů je nutno omezit se pouze na užitek vyjádřený v penězích. Hodnota podniku je tedy daná očekávanými budoucími příjmy převedenými na jejich současnou hodnotu.

2.1.4 Hladina hodnoty podniku

Podnik lze oceňovat na různých hladinách: [6]

- hodnota brutto – vyjadřuje hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity). Zahrnuje hodnotu pro vlastníky i pro věřitele. Brutto hodnota je ztotožňována s obchodním majetkem, který je v obchodním zákoníku v § 6, odst. 1) definován následovně: „*Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a peníze ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.*“²
- hodnota netto – představuje ocenění na úrovni vlastníků podniku, v podstatě se jedná o ocenění vlastního kapitálu. Hodnota netto je označována jako čistý obchodní majetek, který je obchodním zákoníkem v § 6, odst. 3 vymezen jako: „... *obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.*“³

2.2 DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU

Důvody k ocenění mohou být různorodé. Základním kritériem pro jejich rozlišování je skutečnost, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví podniku či nikoliv [6]:

- a) ocenění související s vlastnickými změnami, například:
 - koupě a prodej podniku,
 - nepeněžitý vklad do obchodní společnosti,
 - ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti,

² Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

³ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

- ocenění v souvislosti s fúzí,
- ocenění v souvislosti s nabídkou na převzetí,
- ocenění v souvislosti s nabídkou na odkoupení účastnických cenných papírů,
- přijetí obchodního podílu na úhradu dluhu.

b) Ocenění nesouvisející s vlastnickými změnami:

- změna právní formy společnosti,
- ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru,
- ocenění v souvislosti se sanací podniku.

U každého ocenění by mělo být řečeno, z jakého podnětu vzniklo. Různá zadání vyžadují i odlišné přístupy k oceňování a povedou i k odlišným výsledkům.

2.3 ZÁKLADNÍ PŘÍSTUPY K OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

V literatuře [6] jsou definovány následující přístupy k oceňování podniku:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota (tj. investiční hodnota),
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

2.3.1 Tržní hodnota

Přístup tržní hodnoty předpokládá existenci trhu s podniky, popřípadě trh s podíly na vlastním kapitálu podniků. Na tomto trhu se vyskytuje více kupujících a více prodávajících. Vytváří se tak podmínky pro vznik tržní ceny. Předmětem odhadu je potom potencionální tržní cena, kterou označujeme jako tržní hodnota.

Mezinárodní organizace pro oceňování International Valuation Standards Committee (IVSC) definuje tržní hodnotu takto: „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejechtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*“⁴ Tržní hodnota vychází z předpokladu nejlepšího možného využití. Tento pojem je v Mezinárodních oceňovacích standardech definován jako: „*Nejpravděpodobnější použití majetku, které je*

⁴ International Valuation Standards 2005, str. 82 (kapitola International Valuation 1, odst. 3.1.)

fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.“⁵

Tržní hodnotou se rozumí hodnota aktiva bez ohledu na náklady prodeje nebo koupě a bez započítání souvisejících daní. Proces oceňování vyžaduje, aby oceňovatel udělal průzkum trhu. Je třeba získat všechna významná data a zohlednit všechna související fakta. Žádné ocenění se neobejde bez vlastního posudku oceňovatele. Zpráva však musí uvádět, do jaké míry oceňovatel zakládá podklady pro odhad tržní hodnoty na faktech o trhu a do jaké míry je odhad založen na vlastním úsudku oceňovatele.

Tržní hodnota by měla být výsledkem ocenění především při uvádění podniku na burzu a při prodeji podniku, kdy není znám kupující a stávající vlastník chce odhadnout pravděpodobnou částku.

2.3.2 Subjektivní hodnota

Subjektivní hodnota je v Mezinárodním oceňovacím standardu označována jako investiční hodnota a její definice zní: „*Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.*“⁶

Investiční hodnota je tedy v rozhodující míře dána subjektivními názory a představami a případně konkrétními podmínkami subjektu, z jehož hlediska je sestavena.

Subjektivní ocenění je vhodné v případě koupě a prodeje podniku, kdy subjekt potřebuje zjistit, zda tato transakce je pro něho výhodná. Další využití této hodnoty přichází v úvahu při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku, kdy stávající vlastník porovnává hodnotu v případě pokračování v podnikatelské činnosti s likvidační hodnotou podniku.

2.3.3 Objektivizovaná hodnota

Je jistým protikladem subjektivní hodnoty. Subjektivní hodnotu si finančně vzdělanější vlastník nebo zájemce o koupi často vypočítá sám. Z tohoto důvodu subjektivní hodnota neposkytuje profesionální odhadcům mnoho prostoru k výkonu jejich povolání.

⁵ International Valuation Standards 2005, str. 28-29 (kapitola General Valuation Concepts and Principles, odst. 6), str. 85 (kapitola International Valuation Standard 1, odst. 3.4)

⁶ International Valuation Standards 2005, str. 94 (kapitola International Valuation Standard 2, odst. 3.2)

Objektivní hodnota podniku v podstatě neexistuje, proto odhadci začali pracovat s tzv. „objektivizovanou hodnotou“. Objektivizovaná hodnota by měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných faktech a při jejím výpočtu by měli být dodržovány následující požadavky a zásady:

- udržovat substanci – objektivní ocenění vyžaduje, aby z podniku bylo vybíráno jen tolik prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata (substance),
- volný zisk – ocenění je založeno na volném zisku, tzn. té části zisku, kterou mohou vybrat, aniž by byla ohrožena substance podniku,
- nepotřebný majetek – majetek podniku je rozdělen na část nezbytnou pro vlastní provoz a část ostatní; výnosové ocenění se pak týká především provozně nezbytné části, ostatní majetek je oceňován samostatně,
- možnost změn v podniku – při oceňování se vychází z podniku, jak „stojí a leží“ v okamžiku ocenění; předpokládá se pokračování v podnikání v rámci dosavadního konceptu,
- metoda – metoda ocenění by měla být jasná a jednoznačná; jednoznačnost znamená, že jiný oceňovatel by měl bez problémů zopakovat celé ocenění se stejnými či podobnými výsledky,
- management – v rámci objektivizované hodnoty se předpokládá, že dosavadní management přetrvá,
- zdanění – oproti běžné praxi v ČR se doporučuje zohlednit i daně na úrovni vlastníka a to opět na typizované úrovni.

Objektivizované ocenění má své opodstatnění při poskytování úvěrů či zjišťování současné reálné bonity podniku.

2.3.4 Kolínská škola

Kolínská škola je založena na představě, že ocenění nemá smysl měnit v závislosti na jednotlivých podnětech, ale rozhodující by měly být obecné funkce, které ocenění přináší uživateli. Kolínská škola rozlišuje několik základních funkcí oceňování a spolu s tím i funkci oceňovatele:

- poradenská funkce – poskytnout informace o maximální ceně, kterou může kupující zaplatit, aniž by na transakci prodělal a minimální ceně, kterou může prodávající přijmout, aniž by na transakci prodělal; tyto informace představují tzv. hraniční hodnoty, které vymezují prostor pro cenové jednání,

- rozhodčí funkce – odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce a nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí,
- argumentační funkce – najít argumenty, které zlepší pozici dané strany v průběhu jednání,
- komunikační funkce – poskytnout podklady pro komunikaci s veřejností, zejména s investory a bankami,
- daňová funkce – poskytnout podklady pro daňové účely.

Kolínská škola přichází v úvahu především v situaci, kde je třeba vyvažovat zájmy jednotlivých stran.

2.4 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Při oceňování podniku je vhodné dodržovat následující postup, který je možné modifikovat dle konkrétních podmínek [6]:

1. Specifikace cíle ocenění
2. Sběr vstupních dat
3. Strategická analýza
 - a) makroprostředí
 - b) mikroprostředí
4. Finanční analýza
5. Sestavení finančního plánu
6. Ocenění
 - a) volba metody
 - b) ocenění podle zvolených metod
 - c) souhrnné ocenění

Při zpracování tržního a objektivizovaného ocenění bude oceňovatel jednotlivé kroky zpracovávat podrobněji, protože své výsledky musí vždy řádně doložit. U subjektivního ocenění mohou být některé části nahrazeny požadavkem nebo názorem investora, pro které ho je ocenění vypracováno. Dále by mělo platit, že čím větší a složitější oceňovaný podnik je, tím podrobněji by jednotlivé kroky měly být zpracovány.

2.4.1 Specifikace cíle ocenění

Před zahájením prací na ocenění je nezbytné vymezit účel, pro který se ocenění zpracovává. Zvolený cíl práce se pak stává vodítkem pro výběr technik.

2.4.2 Sběr vstupních dat

Zásadní roli v procesu oceňování má dostupnost, spolehlivost a úplnost shromažďovaných dat. Data by měla být získávána ve spolupráci s firemními odborníky a specialisty. Pro kvalitní ocenění je nutné mít k dispozici nejen informace z podniku, ale rovněž i o prostředí, ve kterém podnik působí. Potřebná data lze rozdělit do následujících skupin [6]:

- základní data o podniku – data identifikující podnik, název, právní forma, IČ, předmět podnikání, rozdělení majetkových podílů, základní řídicí struktura, informace o historii podniku,
- ekonomická data – účetní výkazy za poslední období, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány,
- relevantní trh – vymezení trhu, na kterém se podnik pohybuje, velikost a vývoj tohoto trhu, segmentace trhu, faktory atraktivity relevantního trhu, faktory vývoje trhu,
- konkurenční struktura relevantního trhu – hlavní přímí konkurenti a data o nich, možné substituty výrobků nebo produktů oceňovaného podniku, bariéry vstupu do odvětví, poměr sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům,
- odbyt a marketing – data o struktuře odbytu, hlavní produkty, jejich hodnocení a srovnání s konkurencí, ceny, cenová politika, hlavní odbytové cesty a jejich hodnocení, reklama, velikost a struktura výdajů, srovnání výdajů na reklamu s konkurencí, výzkum a vývoj,
- výroba a dodavatelé – řízení kvality, certifikáty kvality, charakter výroby, úroveň technologie, kapacity a jejich využití, stav dlouhodobého majetku, struktura dodávek a dodavatelů, míra závislosti oceňovaného podniku na dodavatelích, logistika a její úroveň, stav a struktura zásob,
- pracovníci – struktura pracovníků, situace na trhu práce, atmosféra na pracovištích, fluktuace pracovníků, produktivita práce, personální náklady.

Čím více informací o oceňovaném podniku oceňovatel získá, tím přesnější bude stanovená hodnota podniku.

2.4.3 Strategická analýza

Strategická analýza je jednou z klíčových etap oceňovacího procesu, jejím cílem je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Výnosový potenciál podniku je určován vnějším a vnitřním potenciálem, kterým podnik disponuje. Vnější

potenciál lze označit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí, ve kterém oceňovaný podnik působí. Analýza vnitřního potenciálu umožňuje zjistit, do jaké míry je podnik schopen příležitosti využít nebo čelit ohrožením vyplývajícím z podnikatelského prostředí. Vnitřní potenciál je souhrn silných a slabých stránek s důrazem na otázku, zda podnik má nějakou podstatnou konkurenční výhodu. [6]

2.4.3.1 Analýza makroprostředí

Na výkonnost podniků má zásadní vliv vývoj makroprostředí, ve kterém fungují. Z tohoto důvodu posouzení vývoje podmínek, ve kterých podnik fungoval v minulosti, funguje v současnosti, jakož i prognóza vývoje pomáhají v práci odhadce při posuzování jednak vlastní výkonnosti podniku v minulosti, jakož i v posouzení reálnosti cílů obsažených v podnikatelském záměru. Doporučuje se sledovat následující ukazatele[4]:

- tempo růstu HDP,
- fiskální politika státu,
- vývoj peněžní nabídky,
- vývoj úrokových sazeb,
- vývoj devizových kursů,
- vývoj inflace,
- ekonomické a politické šoky.

Makroekonomickými analýzami se zabývají profesionálně různé instituce, např. Český statistický úřad, Česká národní banka. Oceňovatel tedy neprovádí vlastní analýzy, ale převážně přebírá již zpracované analytické materiály. Úkolem oceňovatele je pak správná interpretace v konkrétním podniku.

2.4.3.2 Analýza mikroprostředí

Pro kvalitní ocenění je nutné mít k dispozici informace o odvětví, do kterého podnik náleží. Jedná se v podstatě o vymezení dvou základních oblastí problému, a to [4]:

- identifikaci základních charakteristických znaků odvětví,
- prognózu vývoje odvětví.

K základním znakům odvětví patří:

- citlivost na změny hospodářského cyklu, míra regulace ze strany státu (např. bariéry vstupu do odvětví),
- struktura odvětví.

Východiskem pro prognózu odvětví je historický vývoj, který se soustřeďuje zejména na porovnání minulého vývoje. Důležité je při prognóze i vhodně stanovit délku období, na které lze prognózovat. Zpracování odvětvových prognóz se věnují profesionálové v makléřských, investičních společnostech, bankách apod. Při oceňování podniku lze využít právě tyto analýzy a prognózy, jejíž výsledky jsou k dispozici v odborném tisku a na internetových adresách jednotlivých společností. Odvětvové prognózy lze rovněž nalézt na internetových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu.

2.4.4 Finanční analýza

Finanční analýza patří k nejdůležitějším nástrojům finančního řízení, z tohoto důvodu se bez ní neobejde ani proces ocenění podniku. Úlohou finanční analýzy je poskytnout informaci o finančním zdraví podniku, tj. v jakém stavu se nachází k okamžiku ocenění a co lze očekávat v budoucnosti. Finanční analýza tak slouží jako jedno z východisek pro identifikaci a zhodnocení míry rizika plynoucího z fungování podniku v budoucnosti. Závěry finanční analýzy jsou nepostradatelné pro rozhodování manažerů podniku, pracovníků úvěrových oddělení bank, znalců, odhadců a auditorů.

V literatuře [9] lze vlastní postup finanční analýzy shrnout do následujících kroků:

1. prověříme úplnost a správnost vstupních údajů,
2. sestavíme analýzu základních účetních výkazů,
3. spočítáme a vyhodnotíme poměrové ukazatele,
4. zpracujeme souhrnné zhodnocení dosažených poznatků.

2.4.4.1 Základní vstupní zdroje informací [4]

Zdrojem informací pro úspěšné zpracování finanční analýzy jsou především účetní výkazy (rozvaha, výkaz zisků a ztrát, cash flow).

Rozvaha je účetní výkaz, který poskytuje celkový přehled o aktivech a pasivech podniku k určitému okamžiku. V rozvaze jsou zachyceny tzv. stavové veličiny. Z hlediska oceňovatele je vhodné mít k dispozici rozvahy za více období, aby bylo možné posuzovat tendence, které se zde projevují.

Rozvaha podává věrný obraz podniku ve třech základních oblastech:

- majetková situace – rozvaha udává, v jakých konkrétních druzích je majetek vázán a jak je oceněn, do jaké míry je opotřeбен, jak rychle se obrací, optimálnost složení majetku,

- zdroje financování – výkaz informuje, z jakých zdrojů byl majetek pořízen, přičemž se primárně zaměřuje na výši vlastních a cizích zdrojů a jejich strukturu,
- finanční situace podniku – rozvaha poskytuje informace o výši zisku a jeho rozdělení, zprostředkovává informace, zda je podnik schopen dostát svým závazkům.

Při analýze rozvahy se oceňovatel zaměřuje především na:

- stav a vývoj bilanční sumy,
- strukturu aktiv, její vývoj a přiměřenost velikosti jednotlivých položek,
- strukturu pasiv, její vývoj s důrazem na podíl vlastního kapitálu, bankovních a dodavatelských úvěrů,
- relace mezi složkami aktiv a pasiv, např. velikost dlouhodobého majetku a dlouhodobých pasiv, velikost oběžných aktiv a krátkodobých cizích pasiv.

Při hodnocení jednotlivých položek v rozvaze je nutno vzít v úvahu okolnosti, které mají vliv na jejich vypovídací schopnost. Jedná se především o princip účtování v historických cenách pro majetkové části, metody odpisování majetku, oceňování zásob a pohledávek.

Výkaz zisků a ztrát vyjadřuje, jak byl podnik úspěšný z hlediska využívání majetku a zdrojů, které měl v hodnoceném období k dispozici. Poskytuje přehled o výnosech, nákladech a výsledku hospodaření za určité období. Hospodářský výsledek vzniká postupně v části provozní, finanční a mimořádné. Z tohoto pohledu jsou také uspořádány položky výnosů a nákladů.

Do vykazování výsledku hospodaření se rovněž silně promítá účetní politika společnosti, na kterou se musí brát při oceňování zřetel. Pro oceňovatele je důležité zjistit, do jaké míry jsou výsledky hospodaření manipulovány a do jaké míry odpovídají skutečnému vývoji. Spolehlivějším nástrojem k analýze finančních poměrů i výnosnosti je proto výkazu peněžních toků.

Výkaz peněžních toků (cash flow) podává souhrnný přehled o tom, jak podnik v daném období peníze získával a nač je používal. Účelem výkazu je popsat finanční situaci za sledované období a identifikovat příčiny změn ve finanční pozici podniku.

2.4.4.2 Ukazatele finanční analýzy

Analýza absolutních ukazatelů [4]

Výše uvedené účetní výkazy obsahují údaje, které nazýváme absolutní ukazatele. Tyto ukazatele rozlišujeme podle toho, zda vyjadřují určitý stav nebo informují o údajích za určitý časový interval, hovoříme o veličinách stavových a tokových. Stavové veličiny jsou obsaženy v rozvaze, kde je uvedena hodnota majetku a kapitálu k určitému datu. Výkaz zisků a ztrát i cash flow uvádí veličiny tokové, např. kolik bylo dosaženo tržeb za uplynulé období.

Každá analýza se v první řadě zaměřuje na vertikální a horizontální rozbor absolutních údajů. Horizontální analýza je založena na porovnání hodnot jednotlivých položek v čase. Zjišťuje, o kolik se absolutně změnila daná položka a kolik tato změna činila v procentech. Vertikální analýza se zabývá vždy jen jedním obdobím, ve kterém zkoumá, jak se na určité souhrnné veličině podílely veličiny dílčí. V případě že je takovým způsobem určena struktura podniku za několik po sobě jdoucích období, je z ní patrné, k jakým pohybům dochází v majetkové a kapitálové struktuře.

Z absolutních ukazatelů lze dopočíst tzv. rozdílové ukazatele, z nichž za jeden z klíčových lze označit ukazatel čistého pracovního kapitálu. Pracovní kapitál reprezentuje část oběžného majetku financovaného z dlouhodobého kapitálu, tj. velikost relativně volné částky kapitálu, která není vázaná na krátkodobé závazky. Každý podnik potřebuje tento čistý pracovní kapitál, aby byla zajištěna potřebná míra likvidity.

Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele slouží pro analýzu vzájemných vazeb a souvislostí mezi ukazateli, kdy dáváme jednotlivé absolutní hodnoty do vzájemných poměrů. Poměrové ukazatele bývají v literatuře nejčastěji rozděleny do následujících skupin ukazatelů [4]:

1. ukazatele rentability (výnosnosti),
2. ukazatele aktivity,
3. ukazatele zadluženosti,
4. ukazatele likvidity,
5. ukazatele kapitálového trhu.

1. **Ukazatele rentability** – poměřují konečný efekt dosažený podnikatelskou činností k určitému vstupu, a to buď k celkovým aktivům (majetku), kapitálu (vlastní kapitál) nebo k tržbám. Skupina ukazatelů rentability by měla vždy obsahovat minimálně pět následujících poměrových ukazatelů, jsou to [4]:

- a) *Rentabilita vloženého kapitálu* (ROI – return on investment) = zisk/investovaný kapitál (1.1)

Ukazatel měří efektivnost dlouhodobě investovaného kapitálu. Vyjadřuje, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč dlouhodobých zdrojů.

- b) *Rentabilita úhrnných vložených prostředků* (ROA – return on assets) = zisk/aktiva
Jedná se o základní ukazatel rentability. Měří velikost efektu připadajícího na jednotku majetku zapojeného do podnikatelské činnosti. (1.2)

- c) *Rentabilita vlastního jmění* (ROE – return on equity) = zisk/vlastní jmění (1.3)
Slouží k měření výkonnosti vlastního kapitálu, tj. kolik zisku připadá na 1 Kč vlastního jmění. Rentabilita vlastního kapitálu je pro vlastníky podniku klíčovým kritériem hodnocení úspěšnosti jejich investic. Obecně platí, že by tento ukazatel měl být vyšší než je úroková míra bezrizikových cenných papírů.

- d) *Rentabilita tržeb* (ROS – return on sales) = zisk/tržby (1.4)

- e) *Ekonomická přidaná hodnota* (EVA – economic value added) (1.5)
= NOPAT – WACC x C, kde NOPAT je čistý provozní zisk po zdanění, WACC jsou průměrné náklady kapitálu a C je celkový investovaný kapitál.

Hodnota ukazatele EVA by měla být kladná, protože jen tedy vzniká přidaná hodnota zvyšující původní hodnotu podniku.

2. **Ukazatele aktivity** – informují, jak podnik využívá jednotlivé majetkové části. Rozlišujeme ukazatele dvojího typu, a sice ukazatele počtu obrátů nebo doby obratu. V prvním případě vypočtené číslo informuje o počtu obrátek za rok, v druhém případě pak o počtu dní. Nejčastěji se lze setkat s následujícími ukazateli aktivity [4]:

- a) *Obrat aktiv* = tržby/aktiva (1.6)

Obrat aktiv patří společně s rentabilitou tržeb k jednomu z klíčových ukazatelů efektivnosti. Je měřítkem celkového využití majetku. Ukazatel obratu aktiv by měl být co nejvyšší, tj. minimálně roven 1.

- b) *Relativní vázanost dlouhodobého hmotného majetku* (turnover of fixed assets ratio) = dlouhodobý majetek/tržby (1.7)

Měří, do jaké míry se daří zvyšovat objem tržeb bez dalšího rozšiřování kapacity měřené stálými aktivy. Žádoucí je, aby tento ukazatel v čase klesal, protože jen tehdy podnik na stejném zařízení vyprodukoval větší objem tržeb.

c) *Obrat zásob* (inventory turnover) = $\text{tržby} / \text{zásoby}$ (1.8)

Udává počet obrátek příslušného aktiva za sledované období, resp. kolikrát se zásoby ve sledovaném období přemění na jiné formy oběžných aktiv.

d) *Obrat pohledávek* (average collection period) = $\text{tržby} / \text{pohledávky}$ (1.9)

Měří, kolikrát za rok se pohledávky promění v pohotové peněžní prostředky.

Doba obratu nám odráží počet dní, po který trvá jedna obrátka. Nejčastěji vyjadřujeme tyto ukazatele:

e) *Doba obratu aktiv* = $\text{aktiva} / \text{tržby} / 360$ (1.10)

f) *Doba obratu zásob* = $\text{zásoby} / \text{tržby} / 360$ (1.11)

g) *Doba inkasa pohledávek* = $\text{pohledávky} / \text{tržby} / 360$ (1.12)

h) *Doba úhrady krátkodobých závazků* = $\text{krátkodobé závazky} / \text{tržby} / 360$ (1.13)

3. **Ukazatele zadluženosti** – hodnotí finanční strukturu podniku. Pojem zadluženost vyjadřuje skutečnost, že podnik používá k financování svých aktiv a činností cizí zdroje. Ukazatele zadluženosti pak mají podobu [12]:

a) *Ukazatel věřitelského rizika* (debt ratio) = $\text{celkové závazky} / \text{celková aktiva}$ (1.14)

Obecně platí, že čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je zadluženost podniku a tím vyšší je riziko jak věřitelů, tak i akcionářů.

b) *Koeficient samofinancování* (equity ratio) = $\text{vlastní kapitál} / \text{celková aktiva}$ (1.15)

Je doplňkovým ukazatelem k předchozímu a jejich součet musí činit 100%. Vyjadřuje proporcii, v níž jsou aktiva podniku financována penězi akcionářů.

c) *Ukazatel zadluženost vlastního kapitálu* (debt equity ratio) = $\text{celkové závazky} / \text{vlastní kapitál}$ (1.16)

d) *Ukazatel úrokového krytí* (interest coverace) = $\text{zisk (před úroky a zdaněním)} / \text{celkový úrok}$ (1.17)

Informuje akcionáře, zda je podnik schopen splácet své závazky z úvěrů, a věřitelům ukazuje, jak velký je bezpečnostní polštář. Neschopnost platit úrokové platby ze zisku může být znakem blížícího se úpadku. Analytici za bezproblémovou úroveň považují hodnotu 8,00.

4. **Ukazatele likvidity** – jsou nedílnou složkou hodnocení výkonnosti podniku. Likvidita je důležitá z hlediska finanční rovnováhy firmy, protože jen dostatečně likvidní podnik je schopen dostát svým závazkům. Naopak příliš vysoká míra likvidity je nepříznivým jevem pro vlastníky podniku, znamená totiž, že značná část finančních prostředků je

vázána v aktivech, které přinášejí nízký nebo vůbec žádný úrok, což by mohlo nepříznivě ovlivnit celkovou rentabilitu podniku. Je nutno hledat pokud možno vyváženou likviditu, která zaručí jak dostatečné zhodnocení prostředků, tak i schopnost dostát svým závazkům. Při konstrukci ukazatelů likvidity se v čitateli vychází z oběžného majetku, který je uspořádán z pohledu likvidity, tj. od nejméně likvidních zásob přes pohledávky až po nejlikvidnější „peníze“. Ve jmenovateli se pak vyjadřují krátkodobé závazky. Základní ukazatele, se kterými se lze setkat [4]:

$$a) \text{ Běžná likvidita (current ratio) = oběžná aktiva / krátkodobé závazky}^7 \quad (1.18)$$

Vyjadřuje kolikrát je podnik schopen uspokojit své věřitele, kdyby proměnil veškerá oběžná aktiva v daném okamžiku v hotovost. Vypovídací schopnost je závislá na struktuře oběžných aktiv a likvidnosti jednotlivých položek. Pro běžnou likviditu platí, že doporučené hodnoty by se měly pohybovat v rozmezí 1,5 – 2,5.

$$b) \text{ Pohotová likvidita (quick asset ratio) = (oběžná aktiva - zásoby) / krátkodobé závazky} \quad (1.19)$$

Ukazatel je přesnější, neboť je odstraněn vliv nejméně likvidní části majetku, tj. zásob. Doporučená hodnota ukazatele činí 1 - 1,5.

$$c) \text{ Okamžitá likvidita (cash position ratio) = peněžní prostředky / okamžitě splatné závazky} \quad (1.20)$$

Je nejpřesnějším ukazatelem likvidity, nekompromisně ukazuje schopnost podniku pokrýt krátkodobé závazky. Pro okamžitou likviditu je doporučována hodnota v rozmezí 0,2 – 0,5.

$$d) \text{ Podíl pracovního kapitálu na aktivech} = WC^8 / \text{aktiva} \quad (1.21)$$

U tohoto ukazatele sledujeme především vývojové tendence, případně porovnáváme tento ukazatel s jinými srovnatelnými podniky.

5. **Ukazatele kapitálového trhu** – se opírají o informace kapitálového trhu. O tuto část se zajímají všichni potenciální investoři do podniku, zejména pak akcionáři, jejichž primárním zájmem je, zda jejich investice v podniku zajistí přiměřenou návratnost. Akcionář se zajímá o dvě skutečnosti, a to o výplatu dividend a dále o růst ceny akcie, která byla předmětem jeho investice. K nejdůležitějším ukazatelům patří [4]:

$$a) \text{ P/E (price earnings ratio) = tržní cena akcie v Kč / čistý zisk na akcii} \quad (1.22)$$

⁷ Krátkodobé závazky tvoří součet tří položek, a to krátkodobé závazky z obchodního styku, krátkodobé bankovní úvěry a finanční výpomoci.

⁸ Zkratka WC znamená working capital, tj. pracovní kapitál vypočtený jako rozdíl oběžných aktiv – krátkodobé závazky.

- b) *Čistý zisk na akcii* (EPS – earnings per share) = čistý zisk/počet akcií (1.23)
- c) *Účetní hodnota akcie* (BV–book value per share)=vlastní kapitál/počet akcií (1.24)
- d) *Dividendový výnos* (dividend yield) = dividend na akcii/tržní cena akcie (1.25)
- e) *Dividenda na akcii* (dividend per share) = Roční dividend za rok/počet vydaných kmenových akcií (1.26)
- f) *Dividendové krytí* (dividend cover) = čistý zisk/úhrn ročních dividend (1.27)
- g) *Výplatní poměr* = dividend na akcii/EPS (1.28)
- h) *Price/book value* = tržní cena akcie/vlastní jmění na akcii (1.29)
- i) *Aktivační poměr* = 1 – dividend/EPS (1.30)

Pozornost je nutno věnovat vývoji poměrových ukazatelů v čase a snažit se identifikovat faktory, které mají vliv na výslednou hodnotu ukazatel. Především v oblastech, ve kterých podnik nedosahuje příznivých výsledků, budou tyto informace významným vodítkem při navrhování opatření ke zlepšení.

Je takřka nemožné, aby podnik byl mimořádně dobrý ve všech ukazatelích. Mnohdy se kombinují dobré a horší výsledky v různých oblastech, potom ale vzniká problém souhrnného ocenění podniku. Tento problém pomáhají řešit souhrnné modely hodnocení finanční úrovně podniku.

Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

Pro hodnocení finanční pozice se používají také tzv. souhrnné indexy nebo-li souhrnné modely hodnocení finanční úrovně podniku. Jejich smyslem je vyjádřit úroveň finanční situace a výkonnost podniku jedním číslem. Důvodem vzniku těchto souhrnných modelů byla snaha o včasné rozpoznání příčin nestability podniku, které mohou signalizovat úpadek (bankrot) podniku.

Souhrnné indexy hodnocení lze označit jako tzv. bonitní a bankrotní indikátory. Bonitní indikátory jsou orientovány v první řadě na vlastníky a investory, neboť vypovídají o výkonnosti firmy. Naproti tomu bankrotní indikátory slouží především věřitelům, protože odrážejí schopnost podniku dostát svým závazkům.

Mezi nejznámější bankrotní modely patří **Altmanův index důvěryhodnosti** (Z-skore), který souhrnně vyhodnocuje finanční zdraví podniku prostřednictvím jediného čísla. Altmanův index v sobě zahrnuje všechny podstatné složky finanční analýzy, tj. rentabilitu, zadluženost, likviditu i strukturu kapitálu. Navíc je jednotlivým parametřům přiřazena váha, která je odrazem jeho významnosti pro finanční zdraví podniku. Váhy pro jednotlivé

ukazatele i výběr ukazatelů se opírá o zobecnění výsledků velmi rozsáhlého empirického průzkumu v USA.

Základní tvar rovnice pro společnosti s veřejně obchodovanými cennými papíry je [4]:

$$Z = \text{zisk před úroky a zdaněním (EBIT)/aktiva} \times 3,3 + \text{tržby/aktiva} \times 1,0 + \text{tržní hodnota vlastního jmění/účetní hodnota dluhu} \times 0,6 + \text{zadržené výdělký}^9/\text{aktiva} \times 1,4 + \text{čistý pracovní kapitál (WC)/aktiva} + 1,2 \quad (1.31)$$

Finančně zdravé společnosti mají hodnoty Z vyšší než 2,99. V případě, že se hodnoty pohybují v pásmu <1,8 – 2,98>, pak se jedná o tzv. šedou zónu, ve které nelze přijmout žádnou statistiku podloženou prognózu budoucího vývoje v podniku. Jestliže je hodnota Z nižší než 1,8, pak lze mít oprávněně za to, že podnik je na okraji bankrotu.

Tento tvar rovnice je určen pro společnosti uzavřené nebo společnosti, které nejsou obchodovány na kapitálovém trhu [3]:

$$Z = \text{zisk před úroky a zdaněním (EBIT)/aktiva} \times 3,107 + \text{tržby/aktiva} \times 0,998 + \text{tržní hodnota vlastního jmění/účetní hodnota dluhu} \times 0,420 + \text{zadržené výdělký}^{10}/\text{aktiva} \times 10,847 + \text{čistý pracovní kapitál (WC)/aktiva} + 0,998 \quad (1.32)$$

Finančně zdravé společnosti mají hodnotu Z vyšší než 2,90. Interval <1,21 – 2,89> je šedá zóna, a hodnota Z nižší než 1,2 upozorňuje na možnost bankrotu.

Altmanova analýza v podmínkách České republiky přináší určitá úskalí z hlediska vlastního naplnění jednotlivých ukazatelů a byla zpracována pro podmínky rozvinutého kapitálového trhu. Určitým pokusem o úpravu Altmanovy analýzy na podmínky České republiky je **index IN**, který vypracovali manželé Neumaierovi. Postupně byly vyvinuty modely IN95, IN99, IN01 a IN05, kdy číselné hodnoty odpovídají roku uvedení do používání.

Index IN95 zdůrazňuje hledisko věřitele, z tohoto důvodu bývá označen jako index důvěryhodnosti nebo také věřitelský (bankrotní) index. Index IN99 zdůrazňuje pohled vlastníka a vyjadřuje bonitu podniku z hlediska jeho finanční výkonnosti. Index IN01 spojuje vlastnosti obou předchozích IN indexu. Hodnotí jak schopnost dostát svým závazkům, tak schopnost tvořit hodnotu pro vlastníka. IN01 index důvěryhodnosti je stejně jako Altmanův model vyjádřen rovnicí, v níž jsou zařazeny poměrové ukazatele zadluženosti, rentability, likvidity a aktivity. Každému z těchto ukazatelů je přiřazena váha, která je váženým průměrem hodnot tohoto ukazatele v odvětví. Index IN05 je aktualizací indexu IN01 dle testů na datech průmyslových podniků z roku 2004. Rovnice indexu IN05 má tvar:

⁹ Pod pojmem zadržené výdělký rozumíme nerozdělený zisk minulých let.

¹⁰ Pod pojmem zadržené výdělký rozumíme nerozdělený zisk minulých let.

$$IN = 0,13 \cdot A/CZ + 0,04 \cdot EBIT/U + 3,97 \cdot EBIT/A + 0,21 \cdot V/A + 0,09 \cdot OA/(KZ+KBU) \quad (1.33)$$

kde A jsou aktiva, CZ cizí zdroje, EBIT hospodářský výsledek před daněmi a úroky, U nákladové úroky, V výnosy, OA oběžná aktiva, KZ krátkodobé závazky, KBU krátkodobé bankovní úvěry.

Pokud je hodnota indexu IN05 větší než 1,6, můžeme předvídat uspokojivou finanční situaci. Podnik s hodnotou indexu IN05 mezi 0,9 a 1,6 se nachází v tzv. šedé zóně neboli zóně nevyhraněných výsledků. Hodnota IN05 menší než 0,9 označuje podniky, které jsou ohroženy vážnými finančními problémy.

Všechny tyto souhrnné modely hodnocení finanční úrovně mají však jen doplňující charakter, nemohou zcela nahradit základní finanční analýzu, která je zaměřena detailněji na zkoumání jednotlivých oblastí finančního hospodaření podniku. [10,11]

2.4.5 Sestavení finančního plánu

Finanční plán je součástí podnikového plánu, který by měl vycházet z dlouhodobé koncepce podniku, tedy z jeho vize a strategie. Podnikový plán je tvořen soustavou vzájemně vyvážených plánů, mezi které patří především plány prodeje, produkce, kapacit, pracovních sil, provozního výsledku hospodaření, a z toho plynoucích daní a podílu na zisku, dále plány provozního peněžního toku a celkového peněžního toku. Závěrečným dokumentem je plánovaná rozvaha pro všechny roky zvoleného plánovaného horizontu.

Oceňovatel nebude většinou schopen sestavit plán zcela sám, měl by se však vyvarovat automatickému přebírání plánů od managementu v případě, že cílem ocenění je zjištění tržní či objektivizované hodnoty. Oceňovatel může vycházet z podkladů oceňovaného podniku včetně jeho podnikových plánů, ale za konečnou verzi odpovídá on sám.

2.4.6 Ocenění

Na analýzu navazuje část aplikace modelů, jejichž volba se řídí cílem práce. Je vhodné aplikovat několik modelů, aby byla ověřena správnost výsledku práce. Na závěr aplikační práce je nezbytné provést syntézu výsledků a formulaci závěru, ke kterému proces oceňování dospěl. Je nutné zdůraznit, že výsledek práce má časovou omezenost. Dojde-li ke změně některých skutečností, které mají dopad na hodnotu podniku, je nezbytné aktualizovat celý propočet. Mezi tyto skutečnosti lze zařadit např. změny úrokových sazeb a devizových kurzů. [4]

2.5 FAKTOR ČASU A RIZIKA PŘI OCENĚNÍ PODNIKU

Faktor času a rizika se do oceňování promítají především prostřednictvím diskontní míry. Všechny budoucí příjmy, které budou tvořit hodnotu podniku nebo majetkové položky, nemají pro svého příjemce rovnocenný význam. Kromě jejich výše je důležité i to, ve kterém okamžiku je držitel aktiva získá. Mluvíme o tzv. časové hodnotě peněz. Příjem získaný dříve má větší význam, než příjem získaný později, poněvadž jeho příjemce může získané prostředky dříve investovat a dosáhnout tak z nich dalšího výnosu. Z tohoto důvodu nemůžeme při zjišťování hodnoty aktiva nebo podniku očekávanou řadu budoucích příjmů přímo sečíst. Musíme nejprve všechny budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění, tj. zjistit jejich současnou hodnotu. Teprve tyto současné hodnoty budoucích příjmů, které platí ke stejnému datu, můžeme sečíst.

Při oceňování podniku hraje také podstatnou roli riziko, které je nedílnou součástí podnikání. Riziko chápeme v rámci oceňování jako míru přesnosti, s níž jsme schopni předvídat výsledky hospodaření. Hodnota aktiva bude vyšší, pokud jsou očekávané příjmy poměrně jisté, a naopak hodnota bude tím nižší, čím vyšším rizikem jsou tyto příjmy zatíženy. Mírou rizika je očekávaná volatilita (proměnlivost) výsledků hospodaření vyjádřená odpovídajícími statistickými charakteristikami. Riziko členíme na obchodní a finanční, v případě tržního oceňování má význam ještě členění na riziko specifické a systematické. Obě členění se do jisté míry překrývají. [6]

2.6 METODY OCENĚVÁNÍ PODNIKU [6]

Cílem finančního ocenění podniku je vyjádřit jeho hodnotu pomocí určité peněžní částky. Výsledná hodnota se většinou opírá o použití více oceňovacích metod, které v současnosti rozdělujeme do 3 skupin:

- ocenění na základě analýzy výnosů,
- ocenění na základě analýzy trhu,
- ocenění na základě analýzy majetku.

2.6.1 Metody založené na analýze výnosů

Tato skupina metod vychází z poznatku, že hodnota podniku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele, tímto užitekem jsou očekávané výnosy. Za nejsprávnější lze za tyto výnosy považovat skutečné příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli. Je ovšem možné jako základ ocenění použít i jinak chápané výnosy. Dle toho, jakou veličinu budeme

pod těmito výnosy myslet, rozlišujeme pak jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku. Konkrétně existují tyto základní výnosové metody:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- kombinované (korigované) metody, které kombinují výnosové ocenění s oceněním majetkovým.

2.6.1.1 Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)

Tato metoda je považována za základní výnosovou metodu. Východiskem metody je skutečnost, že peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užitku z drženého statku (podniku). Rozlišujeme tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF:

- metoda „entity“ (na úrovni podniku jako celku),
- metoda „equity“ (na úrovni vlastního kapitálu),
- metoda „APV“ (propočet upravené současné hodnoty podniku).

Účelem všech tří metod je zjistit hodnotu „čistého obchodního majetku“¹¹ nebo v mezinárodní terminologii hodnotu „vlastního kapitálu“. Varianty metody DCF se liší podle toho, jak k hodnotě vlastního kapitálu dospějeme.

Výpočet metody DCF entity probíhá ve dvou krocích. Nejprve vyjdeme z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele, a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku (tzv. hodnota brutto H_b). Od ní pak odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme tak hodnotu vlastního kapitálu (tzv. hodnota netto H_n). Při použití metody DCF equity vyjdeme z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. Jejich diskontováním získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu (H_n). Metoda DCF APV nejprve zjišťuje hodnotu podniku jako celku (H_b), jako součet hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Následně odečte cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto. Za základní metodu výpočtu se považuje metoda DCF entity, která je nejvíce používána v praxi světových oceňovacích firem.

Hlavním znakem metody DCF entity je, že výsledkem procesu diskontování peněžních toků je hodnota podniku jako celku. Podnik jako celek, jako entita, je chápán na

¹¹ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, §5 a §6.

úrovni investovaného kapitálu, nikoliv na úrovni bilanční sumy. Výchozím bodem pro stanovení investovaného kapitálu je rozvaha, kterou upravíme ve dvou směrech:

- první úprava plyne z potřeby stanovit náklady na tento investovaný kapitál,
- druhá úprava bilanční sumy spočívá v rozčlenění aktiv na provozně nutná a nepotřebná.

V první řadě je třeba určit, kolik peněz je možné vzít z podniku, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj. V případě DCF entity jsou to peněžní prostředky, které jsou k dispozici vlastníkům a věřitelům. Východiskem je tedy volný peněžní tok (FCF – free cash flow), jehož výpočet je uveden v následující tabulce.

Tab. 2.6.1.1-1 Výpočet volného peněžního toku

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi
2.	- Upravená daň z příjmů
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období ¹²
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Zdroj: MAŘIK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*, 2007. str. 170.

Při výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření je třeba, aby podnik dodržel následující obecné zásady:

1. Neměly by být odpočítány náklady na cizí kapitál, a to z toho důvodu, abychom získali zisk a cash flow, které je k dispozici nejen pro vlastníky, ale i pro věřitele.
2. Neměl by zahrnovat žádné jednorázové položky, které se nebudou pravidelně opakovat, poněvadž hodnotu podniku tvoří pouze výsledky hospodaření trvalého charakteru.
3. Neměl by zahrnovat žádné výnosy a náklady související s majetkem provozně nenutným, který jsme již v předešlých krocích vyloučili z provozně nutného investovaného kapitálu.

Použijeme-li ocenění na základě metody DCF entity, je třeba stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Náklady kapitálu odpovídají

¹² Jedná se především o změnu nákladových rezerv a opravných položek.

příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a tomu odpovídajícímu riziku. Obecný vzorec pro stanovení průměrných vážených nákladů kapitálu je:

$$WACC = n_{ck}(1 - d) \frac{CK}{K} + n_{vk(z)} \frac{VK}{K} \quad (1.34)$$

kde:

n_{CK} = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (= náklady na cizí kapitál)

d = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt

CK = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (ale pouze úročeného)

$n_{VK(Z)}$ = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku (= náklady na vlastní kapitál) při dané úrovni zadlužení podniku

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu

K = celková tržní hodnota investovaného kapitálu, $K = VK + CK$

Zdroj: MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, 2007. str. 207.

Cizí kapitál zahrnuje bankovní úvěry, obligace všeho druhu, leasingové financování a jiné druhy úvěrů. Do cizího kapitálu se v tomto případě nezahrnují neúročená pasiva (např. závazky vůči dodavatelům).

Postup výpočtu nákladů celkového kapitálu lze rozdělit do čtyř kroků:

1. Stanovíme váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu – je třeba je počítat na základě tržních hodnot, nikoliv hodnot účetních. Jinak dochází ke značnému zkreslení.
2. Stanovíme náklady na cizí kapitál – vypočteme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které platíme z nejrůznějších forem cizího kapitálu.
3. Stanovíme náklady na vlastní kapitál – jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů.
4. Propočteme průměrné vážené náklady na kapitál.

Předpokládá se, že podnik bude existovat nekonečně dlouho (princip „going concern”). Pro tak dlouhé období je ovšem zpravidla nemožné plánovat peněžní toky pro jednotlivé roky. Tento problém je v odborné literatuře řešen dvěma návrhy:

- a) standardní dvoufázová metoda,
- b) metody založené na odhadu průměrných temp růstu.

V praxi se používá obvykle standardní dvoufázová metoda, která vychází s představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které je

oceňovatel schopen prognózovat volné peněžní toky pro jednotlivá léta. Druhá fáze zahrnuje období od konce první fáze do nekonečna.

Hodnotu podniku za období druhé fáze budeme označovat jako pokračující hodnotu, kterou vypočteme takto:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (1.35)$$

kde:

H_b = hodnota podnik

FCF_t = volný peněžní tok pro rok t

T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

Zdroj: MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, 2007. str. 178.

Pokračující hodnotou chápeme jako současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze do nekonečna, přičemž tato současná hodnota je vypočtena k datu ukončení první fáze. Odhad pokračující hodnoty se zakládá na několika předpokladech:

- Stabilizace základních parametrů, o které se opírá výpočet pokračující hodnoty.
- Růst podniku je konstantní, stabilní je i míra investic.
- Stabilní je také výnosnost nových investic.

Při výpočtu pokračující hodnoty podniku použijeme gordonův vzorec:

$$PH_T = \frac{FCF_{t+1}}{i_k - g} \quad (1.36)$$

kde:

PH_T = pokračující hodnota v čase T

T = poslední rok prognózovaného období

i_k = průměrné náklady kapitálu

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

FCF = volný peněžní tok do firmy

Zdroj: MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, 2007. str. 183.

S využitím výše uvedených postupů je zjištěna provozní hodnota podniku brutto, kterou je třeba upravit několika kroky znázorněnými v následující tabulce.

Tab. 2.6.1.1-2 Výpočet hodnoty podniku

Hodnota brutto ("provozní")
- Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
= Hodnota vlastního kapitálu ("provozní")
+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)
= Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

Zdroj: MAŘIK, M. a kol. Metody oceňování podniku, 2007. str. 201.

Úročený cizí kapitál a neprovozní aktiva se započítávají v jejich hodnotách ke dni ocenění. U provozně nenutných aktiv se doporučuje jejich ocenění v tržních hodnotách.

2.6.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů byla vypracována a je používána zejména v německy mluvících zemích. Metoda je založena na analýze minulé výkonnosti podniku. Jedná se o metodu „netto“, tj. výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu a výsledkem je tedy přímo hodnota vlastního kapitálu.

Rozlišujeme dvě základní varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů, a to v závislosti na tom, jak jsou chápány tyto čisté výnosy. První varianta vychází z určování čistého výnosu na základě rozdílů mezi příjmy a výdaji, tedy peněžních toků. Tato varianta je velmi podobná metodě DCF equity. Druhá varianta odvozuje čistý výnos z upravených výsledků hospodaření, tedy z rozdílů upravených výnosů a nákladů.

Postup výpočtu metody kapitalizovaných čistých výnosů je obdobný jako u všech výnosových metod:

1. Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku
2. Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů
3. Odhad kalkulované úrokové míry
4. Vlastní propočet výnosové hodnoty, a to:
 - a) analytickou metodou nebo
 - b) paušální metodou.

Ocenění paušální metodou je oceněním za předpokladu, že podnik bude v budoucnosti dosahovat alespoň takových výnosů, jako dosahoval v minulosti. Nejprve analyzujeme a upravíme minulé výsledky hospodaření. Z upravených minulých výsledků hospodaření vypočítáme trvalý čistý výnos k rozdělení:

$$T\check{C}V = \sum_{t=1}^K \frac{q_t \check{C}V_t}{g_t} \quad (1.37)$$

kde:

$T\check{C}V$ = trvale odnímatelný čistý výnos

$\check{C}V_t$ = minulé upravené čisté výnosy

q_t = váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu

K = počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

Zdroj: MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, 2007. str. 273.

Máme-li k dispozici odhad trvale odnímatelného čistého výnosu a určenou kalkulovanou úrokovou míru, můžeme určit výnosovou hodnotu vlastního kapitálu:

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k} \quad (1.38)$$

kde:

H_n = hodnota podniku netto

$T\check{C}V$ = trvale odnímatelný čistý výnos

i_k = kalkulovaná úroková míra

Zdroj: MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, 2007. str. 273.

Metoda kapitalizace čistých výnosů je charakteristická větší snahou o objektivitu a opatrnost. Jádrem oceněním výnosový potenciál podniku k datu ocenění.

2.6.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota je veličina, která slouží jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku. Vyjadřuje ukazatel výnosnosti, který překonává nedostatky dosud běžně používaných ukazatelů rentability. Ukazatele rentability trpí především tím, že:

- existuje možnost ovlivňovat výši vykázaného zisku i pomoci legálních účetních postupů, a to velmi výrazně,
- účetní ukazatele nezohledňují časovou hodnotu peněz a riziko investorů.

Ekonomicky přidaná hodnota je založena na principu měření ekonomického zisku. Ekonomického zisku v tomto pojetí přitom podnik dosahuje, jestliže jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál.

2.6.1.4 Kombinované výnosové metody

Tyto metody se snaží o kombinované majetkové a výnosové ocenění. Někdy jsou označovány jako korigované výnosové metody. Nejčastěji jsou používány tyto metody:

- metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda),
- metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů.

2.6.2 Metody založené na analýze trhu

Tyto metody jsou běžnému člověku nejbližší, chce-li něco prodat a potřebuje zjistit, za kolik se v daném období daná věc obvykle prodává. Podmínkou ovšem je, že se jedná o běžně obchodovaný statek s omezeným rozptylem vlastností, které mají na cenu výraznější vliv. U podniků můžeme rozeznat dvě základní situace:

- přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu,
- ocenění metodou tržního porovnání.

Ocenění metodou tržního porovnání používáme v případě, že potřebujeme ocenit jinou než akciovou společnost nebo akciovou společnost, jejíž akcie nejsou běžně obchodovány. Metodu lze uplatňovat jen tehdy, jsou-li rozdíly mezi aktivy malé, jinak nastávají problémy. Nejvhodnější podmínky jsou pro tuto metodu ve Spojených státech. Metoda tržního porovnání je zde uplatňována v těchto úrovních:

- metoda srovnatelných podniků,
- metoda srovnatelných transakcí,
- metoda odvětvových multiplikátorů.

2.6.2.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Metoda se používá k ocenění akciové společnosti, jejíž akcie jsou běžně obchodovány. Teoreticky by bylo možné určit hodnotu podniku vynásobením aktuální ceny akcie počtem těchto akcií. Ve skutečnosti se však získaná veličina od skutečné tržní hodnoty podniku poněkud liší. Jedním z důvodů odlišnosti je cena akcie, protože pro tržní hodnotu nelze automaticky vzít poslední tržní cenu a nebrat v úvahu její volatilitu. V praxi se proto pracuje s průměrnou cenou za poslední období, jehož délka je závislá na zkušenosti oceňovatele a charakteru trhu. Druhou možnou příčinou odlišností je vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou. Aktuální tržní cena je obvykle výsledkem prodeje zlomku celkového počtu akcií. Nelze jednoznačně předpokládat, že při prodeji sto procent akcií by cena byla v daný okamžik stejná.

2.6.2.2 Metoda srovnatelných podniků

Metoda je založena na principu srovnání oceňovaného podniku s podniky, které již jsou určitým způsobem oceněny. Metodu používáme zejména v případě akciové společnosti, jejíž akcie nejsou běžně obchodovány nebo jejich cenu nelze použít. Pro srovnání vybíráme podniky, jejichž podíly jsou běžně obchodovány na veřejných trzích. Tímto způsobem jsou však oceněny pouze jednotlivé podíly (akcie), samotná tržní kapitalizace¹³ není sama o sobě ještě vyjádřením tržní hodnoty podniku. Nejnáročnějším krokem celého ocenění je hledání srovnatelného podniku. Hledaný podnik by měl být s oceňovaným srovnatelný z hlediska výnosnosti a rizika. Šance najít takový podnik, je ale velmi malá.

2.6.2.3 Metoda srovnatelných transakcí

Metoda využívá v zásadě stejný postup jako předchozí, rozdíl spočívá v tom, že vychází při ocenění z ceny již skutečně zaplacené za srovnatelné podniky, které byly prodány v poslední době. Výhodou metody je její širší použitelnost, zejména při prodeji menších podniků. Je vhodná pro oceňování i jiných než akciových společností.

2.6.2.4 Metoda odvětvových násobitelů

Tato metoda se od výše popsanych metod tržního porovnání odlišuje zdrojem hodnot násobitele pro oceňovatele. Násobitelé u této metody vycházejí z průměrných hodnot násobitelů za branži.

2.6.3 Metody založené na analýze majetku

Ocenění na základě analýzy majetku zjišťuje majetkovou podstatu podniku, kterou označujeme jako substanci neboli substanční hodnotu. Tato hodnota by měla obsahovat všechny položky majetku, na které byly vynaloženy výdaje a od kterých lze očekávat příspěvek k výsledkům hospodaření podniku.

2.6.3.1 Likvidační hodnota

Likvidační hodnota se zjišťuje u podniků, jejichž majetek bude určitým způsobem rozdělen, rozprodán, případně zlikvidován. Podstata metody spočívá ve zjištění hodnoty majetku podniku k určitému časovému okamžiku, kdy se předpokládá, že podnik ukončí svoji činnost a z tohoto pohledu budou jednotlivá aktiva (majetek) rozprodána a budou splaceny veškeré závazky podniku včetně odměny likvidátora. Výpočet likvidační hodnoty je

¹³ Pod pojmem tržní kapitalizace rozumíme součin vydaných akcií určitého podniku a jejich aktuální ceny.

v principu jednoduchý, z hlediska praktického je však velice obtížný, neboť je třeba odhadnout, do jaké míry bude trh schopen majetek vstřebávat a za jaké ceny. Likvidační hodnotu použijeme především v případě ocenění podniků s omezenou životností, ocenění ztrátových podniků nebo jako odhad dolní hranice ocenění podniku, dále také při rozhodování mezi likvidací a sanací podniku.

2.6.3.2 Účetní hodnota na principu historických cen

Ocenění touto metodou vychází především z odpovědi na otázku, za kolik byl majetek skutečně pořízen, tedy z principu historických cen. Tento princip vede zejména u dlouhodobého majetku ke značné odchylce od ekonomické reality. Výhodou je však velká průkaznost získaného ocenění. Souhrnným vyjádřením účetního ocenění podniku je rozvaha. Jako hodnota netto zde slouží vlastní kapitál chápáný jako účetní vlastní kapitál. Vzhledem k nízké vypovídací schopnosti má účetní ocenění pouze doplňkovou úlohu a slouží jako výchozí informace pro oceňovatele a jako základna pro posuzování výsledného ocenění.

2.6.3.3 Substanční hodnot na principu reprodukčních cen

Cílem tohoto ocenění je nalézt odpověď na otázku, kolik by stálo znovuvybudování podniku, který je předmětem ocenění. Substanční metoda se snaží odstranit nedostatky metody účetní, která je založena na principu historických cen, a to tak, že usiluje o přecenění jednotlivých částí majetku na aktualizované ceny. Metoda se používá především jako základ pro stanovení rozsahu zastavitelného majetku podniku, nebo také k ocenění podílu na kapitálových společnostech, zejména na společnostech s ručením omezeným.

3 CHARAKTERISTIKA PODNIKU

3.1 ZÁKLADNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI

Obchodní firma: DOLS-výroba Dveří, Oken, Listovních Schránek, a.s.

Sídlo společnosti: Šumperk, Nemocniční čp. 734/13, PSČ 787 01

Právní forma: akciová společnost

Datum založení společnosti: 24. února 1998

Datum zahájení podnikání: 1. června 1998

Předmět podnikání:

- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona,
- silniční motorová doprava:
 - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti 3,5 tuny včetně,
 - nákladní mezinárodní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti 3,5 tuny včetně,
- provádění staveb, jejich změn a odstraňování,
- zámečnictví, nástrojařství.

Akcie: 72 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 200 000,- Kč

Základní kapitál: 14 400 000,- Kč

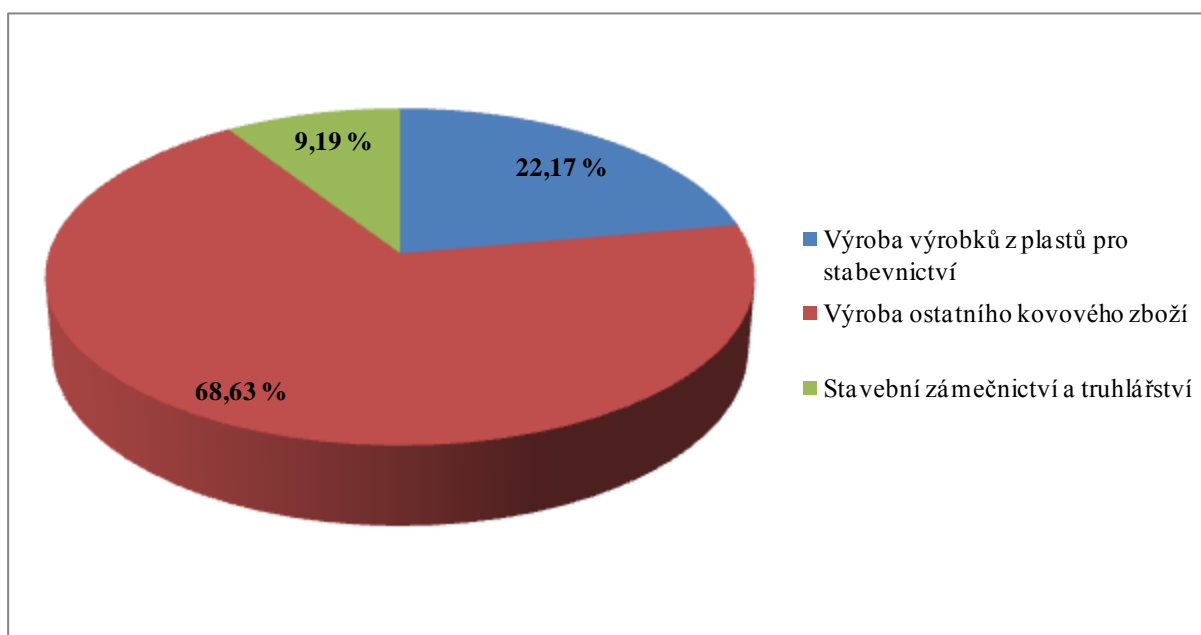
Zařazení dle OKEČ¹⁴:

Z hlediska odvětvové klasifikace ekonomických činností (OKEČ) můžeme aktivity zařadit následovně:

- 1) **Sekce D - Zpracovatelský průmysl** (2500 – Výroba pryžových a plastových výrobků)
 - 2523 – Výroba plastových výrobků pro stavebnictví
- 2) **Sekce D – Zpracovatelský průmysl** (2800 – Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků (kromě strojů a zařízení))
 - 2875 – Výroba ostatních kovodělných výrobků
- 3) **Sekce F – Stavebnictví** (4500 – Stavebnictví)
 - 4542 – Stavební zámečnictví a stavebně truhlářské práce

¹⁴ OKEČ – Odvětvová klasifikace ekonomických činností

Obr. 3.1-1 Oblast podnikání podle OKEČ



Zdroj: Výroční zpráva společnosti DOLS, a. s.

3.2 HISTORIE SPOLEČNOSTI

Společnost DOLS, a. s. vznikla k 1. říjnu 1992 jako společnost s ručením omezeným privatizací bývalého státního podniku Stavokonstrukce a navázala na jeho tradiční výrobu výrobků pro stavebnictví. Název firmy vyjadřuje ve zkratce výrobní program – dveře, okna, listovní schránky.

V té době se velmi rychle měnila materiálová základna výrobků pro stavebnictví a ocelová okna byla vystřídána výrobou z plastových profilů, výrobu hliníkových oken z jednoduchých hliníkových profilů vystřídal výroba z profilů s děleným tepelným mostem a výrobky z černých profilů a plechů byly postupně nahrazovány výrobou z pozinkovaných materiálů a ušlechtilých ocelí. Velmi rychle se měnily také názory a požadavky na kvalitu.

V roce 1998 byla firma transformována na akciovou společnost a jako taková funguje doposud. Na konci roku 2008 získala společnost DOLS a.s. cenu města Šumperk v kategorii podnikání. Cenu získala společnost DOLS, a. s. zejména za revitalizaci průmyslového areálu na ulici Blanická v Šumperku (dříve výrobní družstvo Družspoj Šumperk). Díky této aktivitě vzniklo 35 pracovních míst a byla sem přemístěna výroba plastových oken spolu s částí skladového hospodářství. Revitalizace je v souladu se současnou tendencí o ožívání nevyužívaných průmyslových areálů a objektů.

3.3 VÝZNAMNÉ FAKTORY

3.3.1 Výrobní sortiment

Výrobní potenciál firmy v současné době tvoří cca 170 zaměstnanců a výroba je orientována do 3 základních oborů. Organizační struktura společnosti DOLS, a. s. je uvedena v příloze č. 1.

Kovovýroba je orientována především na výrobu listovních schránek a jejich sestav pro hromadnou bytovou výstavbu. Významný podíl na produkci má výroba dílů obchodních regálů, prezentačních stojanů a různých alternativních regálů dle přání zákazníka. Výrobní program dále zahrnuje výrobu ocelových výrobků pro stavebnictví např. zábradlí, schodiště, atypické dveře.

Výroba plastových oken zpracovává plastové profily firma VEKA. Tento systém umožňuje výrobu oken nejrůznějších velikostí a tvarů. S těmito profily lze úspěšně napodobit stylová dřevěná okna využitím foliovaných profilů s imitací dřeva. Náročnější požadavky je společnost schopna uspokojit nabídkou barvy dle stupnice RAL a samozřejmě s veškerým příslušenstvím (parapety, sítky apod.).

K výrobě hliníkových prvků se využívá společnost profilové systémy firmy REYNAERS a SCHÜCO. Z těch se vyrábí okna, dveře, prosklené fasády a zimní zahrady. V nabídce je několik profilových systémů lišících se rozdílným koeficientem prostupu tepla a pevnostními parametry. Výroba hliníkových prvků umožňuje ještě širší barevnost než u plastových profilů.

Užitné a funkční vlastnosti vyráběného sortimentu výrobků, zejména oken, dveří a listovních schránek, jsou na velmi dobré úrovni a jsou konkurenceschopné s ostatními výrobci. Společnost je schopna dodávat okna, dveře, vstupní portály, zimní zahrady, listovní schránky, sestavy listovních schránek apod. včetně zajištění montáže dodaných výrobků. Důležitým aspektem u všech dodávek je variabilita sortimentu dodávaných výrobků. Většinu výrobků je možno dodávat v rozměrové řadě dle přání zákazníka. Vysoká kvalita povrchových úprav výrobků je zabezpečována technologií nanášení práškových barev.

Součástí služeb společnosti DOLS, a. s. je i poradenství s vypracováním projektové dokumentace a energetického posouzení žádosti zákazníka k získání dotace Zelená úsporám. U celého výrobního sortimentu je kontrola kvality řízena dle normy ISO 9001:2000. Společnost je držitelem certifikátu ISO 14001:2004, který důkazem, že ani životní prostředí jí není lhostejné.

Tab. 3.3.1-1 Výrobní sortiment a objem výroby v jednotlivých letech

Sortiment výroby	Výroba v tis. Kč			
	2006	2007	2008	2009
Okna PVC	52 995	57 088	57 070	45 008
Montáže PVC	8 104	9 877	9 410	9 115
Výroba ALU	41 490	46 246	44 629	41 194
Montáže ALU	7 172	5 921	4 760	8 907
Výroba sestav DLS	19 636	26 852	31 476	31 015
Výroba DLS	39 664	51 359	57 961	44 579
Díly obchodních regálů	11 464	22 312	33 844	25 526
Opláštění kotlů	9 955	8 345	6 014	5 121
Ostatní atypická výroba	11 610	15 424	14 681	6 675
Materiál pro vlastní potřebu	110	73	96	0
Celkem	202 200	243 497	259 941	217 140

z toho:

Otvorové výplně	109 761	119 132	115 869	104 222
Kovovýroba	92 439	124 365	144 071	112 918

Zdroj: Výroční zprávy společnosti DOLS, a. s.

Z přehledu vyráběného sortimentu výrobků vyplývá, že v porovnání s rokem 2008 došlo v roce 2009 k poklesu výroby a to o 42 801 tis. Kč, což představuje snížení o 19,71 %. Pokles poptávky, nebyl tak výrazný, díky programu Zelená úsporám a dotacím z EU. V roce 2010 společnost předpokládá i nadále pokles výroby z důvodu celosvětově nižší poptávky.

3.3.2 Technologie

Společnost DOLS a.s. má k dispozici především zařízení na zpracování plechů všech druhů včetně nerez materiálů o síle 0,5 – 4 mm. Při výrobě využívá vysokodynamické laserové centrum Prima Platino 1530 k řezání plechu ve formátu 3000x1500 mm s výkonem 2500 W s rezonátorem ROFIN. Dále disponuje ohraňovacím lisem od firmy Safan řady E BRAKE 100-3100TS 1, ohraňovacím lisem Safan E Brake 65-2550-TS 1 a ohraňovacím lisem firmy Bayler.

Kromě toho společnost používá vysekávací lis EUROMAC CX1000, CNC vysekávačku TRUMPF TRUMATIC TR5000 a pneumatické bodové svářečky BN 20 kVA a pneumatické nůžky na plech až do 3000 mm. Firma disponuje bezpočtem dalších strojů a zařízení, jež se rovněž významnou rolí podílejí na celkové výrobě. Pro povrchovou úpravu slouží prášková lakovací linka s volnou kapacitou i pro komerční lakování.

3.3.3 Zaměstnanci

V porovnání s předcházejícím rokem došlo ke snížení počtu zaměstnanců. Tento pokles byl způsoben snížením výroby z důvodů nižší poptávky. Úbytek zaměstnanců se nejvíce projevil u výrobních dělníků.

Tab. 3.3.3-1 Průměrné stavy pracovníků

	Přepočtený stav zaměstnanců					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Výrobní dělníci	82	82	94	101	102	93
Nevýrobní dělníci	16	16	13	12	14	14
Údržba	7	7	7	8	7	6
THP	39	42	45	50	53	54
Celkem	144	147	159	171	176	167

Zdroj: Výroční zpráva společnosti DOLS, a. s.

3.3.4 Zákazníci

S ohledem na druh a velký rozsah sortimentu výroby je stálost odběratelů velmi problematická, hlavně v oblasti dodávek pro stavebnictví. Většina produkce společnosti je určena pro tuzemský trh. Na dodávky oken z PVC profilů a AL poskytuje firma DOLS, a. s. záruka 60 měsíců a na ostatní výroky 24 měsíců.

Organizace práce umožňuje zabezpečit dodávky výrobků ve velmi krátkých dodacích termínech. Obvyklá doba dodávky od uzavření kupní smlouvy, jestliže to rozsah smlouvy umožňuje, je jeden měsíc. Po uzavření kupní smlouvy jsou od odběratelů požadovány zálohové platby a to do výše až 60 % objemu dodávky, případně úhrady v hotovosti při odběru zboží. Při větších objemech dodávek jsou dodací a platební podmínky sjednány individuálně.

3.3.5 Dodavatelé

Většina materiálů je pro potřeby výroby odebírána od jednoho dodavatele, nicméně je připraveno u všech materiálů náhradní řešení pro případ, že daný dodavatel z jakýchkoli důvodů přestane požadované zboží dodávat. Toto náhradní řešení se týká dodavatelů jak tuzemských tak i zahraničních.

3.3.6 Konkurence

Pro společnost DOLS, a. s. lze stanovit dva konkurenční prostory. Z hlediska výroby listovních schránek má společnost na trhu dominantní postavení. V české republice se vyskytuje jen pár drobných výrobců, ale žádný s tak širokou variabilitou sortimentu. V oblasti výroby otvorových výplní se na trhu nachází několik konkurenčních firem, jedná se například o společnost Aktos s.r.o. či společnost Sulko s.r.o..

3.4 VYHODNOCENÍ VNITŘNÍHO POTENCIÁLU PODNIKU

Zhodnocení vnitřního potenciálu podniku má značný vliv na konečný verdikt při oceňování podniku, protože odráží perspektivy jeho vnitřního rozvoje.

Mezi silné stránky společnosti patří skutečnost, že se jedná o firmu s dlouholetou tradicí. Do povědomí zákazníků se dostala nejen díky kvalitě svých výrobků, ale také svou významnou aktivitou v oblasti sponzoringu. Společnost DOLS, a. s. je zaregistrována v Programu Ministerstva životního prostředí administrovaného Státním fondem životního prostředí ČR. Cílem programu Zelená úsporám je zajistit realizaci opatření vedoucích k úsporám energie a využití obnovitelných zdrojů energie v rodinných a bytových domech.

Proti mnoha jiným společnostem podnikajícím v oblasti výroby otvorových výplní má společnost DOLS, a. s. tu výhodu, že nabízí také listovních schránky, ve kterých má na trhu dominantní postavení. Může si tak z části diktovat cenu listovních schránek, kterou však ze strategických důvodů nezvyšuje, aby nedošlo k proniknutí konkurence z Číny či jiných zemí. Snahou podniku je udržet si svou výhodnou pozici, získat další spokojené zákazníky a zvýšit objem zakázek. Z tohoto důvodu se v roce 2009 rozšířil tým pracovníků o dva obchodní zástupce. Jeden z nich posílil tým obchodních pracovníků v sídle firmy v Šumperku a druhý se soustředí na oblast Olomouce a jižní Moravy.

Silnou stránkou společnosti DOLS, a. s. je velká také variabilita sortimentu dodávaných výrobků. Společnost je schopna dodávat výrobky vysoké kvality dle přání zákazníka. Projevem kvality jsou nejen reference spokojených zákazníků, ale rovněž certifikáty ISO 9001:2000. Společnost se snaží zvyšovat výkonnost tím, že uplatňuje systém managementu kvality.

Z výše uvedeného lze usoudit, že podnik má relativně dobrý vnitřní potenciál a perspektivu vývoje do budoucna a to by se mělo projevit i ve výši konečného ocenění podniku.

4 OCENĚNÍ PODNIKU

4.1 STRATEGICKÁ ANALÝZA

V této podkapitole jsou uvedeny výsledky analýzy makroprostředí a mikroprostředí společnosti DOLS, a.s.

4.1.1 Analýza makroprostředí¹⁵

Na výkonnost podnikatelských subjektů má podstatný vliv vývoj makroprostředí, ve kterém podniky fungují. Z tohoto důvodu je nezbytné neustále sledovat vývoj a předpověď, alespoň některých klíčových makroekonomických veličin, které mohou ve svých důsledcích významně působit na podnik samotný.

Tab. 4.1.1-1 Hlavní makroekonomické indikátory

Ukazatel		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 predikce
Hrubý domácí produkt	<i>růst v %, s.c.</i>	4,5	6,3	6,8	6,1	2,5	-4	1,3
Spotřeba domácností	<i>růst v %, s.c.</i>	2,9	2,5	5,2	5	3,6	1,4	-0,8
Spotřeba vlády	<i>růst v %, s.c.</i>	-3,5	2,9	1,2	0,7	1,0	4	-1,7
Průměrná míra inflace	<i>%</i>	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1	2
Míra nezaměstnanosti	<i>průměr v %</i>	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7	8,8
Daň z příjmů PO	<i>%</i>	28	26	24	24	21	20	19
Předpoklady:								
Směnný kurz CZK/EUR	<i>průměr</i>	31,9	29,8	28,3	27,8	24,9	26,5	25,8
Dlouhodobé úrokové sazby	<i>% p.a.</i>	4,8	3,5	3,8	4,3	4,6	4,9	4,3
Ropa Brent	<i>USD/barel</i>	38,3	54	65	73	98	61	79
HDP eurozóny (EA12)	<i>růst v %, s.c.</i>	2	1,8	3	2,6	0,8	-4	0,9

Zdroj: MFCR: Komentáře k makroekonomické predikci, www.mfcr.cz (cit. 21. 2. 2010)

4.1.1.1 Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt je měřítkem hospodářské aktivity, vypovídá o tom jaká je celková hodnota statků a služeb nově vytvořených v daném období na určitém území. Po mnoha letech ekonomického růstu, přišlo vystřízlivění, a česká republika byla ve 4. čtvrtletí

¹⁵ Zpracováno z údajů přístupných na www.czso.cz, www.mfcr.cz, www.mpo.cz a www.cnb.cz.

roku 2008 zasažena světovou ekonomickou krizí a vstoupila do recese. V souvislosti s poklesem zahraniční a zpomalení domácí poptávky došlo během roku 2009 k poklesu HDP o cca 4 %. Při postupném odeznívání globální krize a jejích důsledků by se mohl růst HDP v roce 2010 zvýšit na cca 1,3 %, přičemž by měl být tažen převážně zahraničním obchodem.

4.1.1.2 Inlace

Inlace je faktor, který působí na každý podnik bez ohledu na oblast jeho činnosti. Především výrazným způsobem ovlivňuje vstupy podniku, jež je třeba následně patřičně promítnout do výstupů v podobě cen produkce. Nižší míra inflace pozitivně působí na vývoj ekonomiky, zvyšuje růst reálných mezd a koupěschopnost obyvatelstva. Poměrně vyšší inflace v roce 2008 (6,3 %) byla v roce 2009 vystřídána výraznou deflací. Průměrná míra inflace za rok 2009 byla v hodnotě 1 %. V roce 2010 by se míra inflace měla vrátit k hladině blízké inflačnímu cíli ČNB.

4.1.1.3 Nezaměstnanost

Dalším důležitým faktorem, který má vliv na činnost podniku je míra nezaměstnanosti. Ve sledovaném období se nezaměstnanost postupně snižovala až do roku 2009, kdy se začali projevovat důsledky globální krize. V roce 2010 se předpokládá průměrná míra nezaměstnanosti cca 8,8 %.

4.1.1.4 Úvěry a úrokové sazby

Základní úrokové sazby stanovované Českou národní bankou byly koncem prosince 2009 sníženy a dosáhly následující úrovně: 2T repo sazba 1,00 %, diskontní sazba 0,25 % a lombardní sazba 2,00 %.¹⁶ Snížené reálné úrokové sazby zvýhodnily úvěry, avšak v oblasti vkladů, obzvláště díky poklesu tempa inflace, došlo ke zvýšení jejich znehodnocení.

Výše úrokových sazeb má podstatný vliv při rozhodování o způsobu financování investic podniku a o realizaci investičních projektů, protože rostoucí úrokové sazby zvyšují požadavky na jejich výnosnost. Jelikož je kapitálový trh poměrně málo rozvinutý, je hlavním zdrojem cizího kapitálu bankovní sektor, lze předpokládat, že snížení úrokových sazeb povede k vyšší investiční aktivitě.

¹⁶ Zpracováno z údajů přístupných na www.finance.cz.

4.1.1.5 Státní rozpočet a daně

Zadlužení České republiky rychle roste. V roce 2009 se státní dluh zvýšil téměř o 179 miliard na 1 bilion a 178 miliard korun. Na každého Čecha tak připadá dluh přes 112 000 korun. Podíl zadlužení České republiky na HDP se v současné době pohybuje s ohledem na krizi, v rozmezí 30 až 40%.

U státního dluhu české republiky není ani tak zarážející jeho absolutní výše, jako spíše tempo jeho růstu. Jen za poslední 2 roky dluh narostl o více než jednu třetinu. Je tedy jasné, že Česká republika musí změnit svůj dosavadní přístup a provést řadu razantních nepopulárních rozhodnutí, které se určitě dotknou fyzických i právnických osob.

Dosavadní průběh vývoje daňových sazeb je prozatím příznivý, od roku 2003 se daňová sazba daně z příjmů právnických osob snížila z 31 % na 20 %. Pozitivní skutečností pro podnikatelské subjekty je, že s účinností od 1. 1. 2010 se sazba daně z příjmu právnických osob mění na 19 %.¹⁷

4.1.2 Analýza mikroprostředí¹⁸

Jak již bylo zmíněno v kapitole věnované charakteristice podniku produkce společnosti DOLS, a.s. spadá dle OKEČ¹⁹ zejména do stavebnictví. Vyráběný sortiment je určen především pro nové stavby a jejich rekonstrukce, výbavu obytných domů, zařízení skladů a obchodů.

Stavebnictví v České republice patří, stejně jako v ostatních zemích EU, mezi významná národohospodářská odvětví, neboť vytváří zhruba 7 % hrubé přidané hodnoty a na celkové zaměstnanosti se podílí asi 9 %. Stavebnictví je klasickým příkladem cyklického odvětví, které zcela kopíruje hospodářský cyklus. To znamená, že nejlepších výsledků podniky cyklických odvětví dosahují v období hospodářské expanze, problémy nastávají v období recese, kdy poptávka po jejich produktech klesá.

Stavebnictví je velmi perspektivní a neustále vzrůstající odvětví, které dosáhlo v letech 2006-2008 vrcholu z hlediska objemu celkové produkce a také z hlediska tempa růstu. Bylo to způsobené vysokou poptávkou soukromého sektoru. I přesto, že na světových trzích v posledních letech probíhá finanční krize, která má za následek zpomalení ekonomiky, toto odvětví by do budoucna nemělo být nijak ohroženo. Podíl přínosu stavebnictví na tvorbě národního důchodu zůstane v budoucnosti zhruba na dosavadní úrovni.

¹⁷ Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, § 21.

¹⁸ Zpracováno z údajů přístupných na www.mpo.cz.

¹⁹ OKEČ – Odvětvová klasifikace ekonomických činností

Podle údajů Českého statistického úřadu klesla tuzemská stavební produkce v období od listopadu 2008 do listopadu 2009 meziročně o 2,7 %. Z průzkumu agentury CEEC Research²⁰ vyplývá, že výkonnost českého stavebnictví bude pravděpodobně klesat i v roce 2010, tento pokles by měl činit 3 %. Důvodem poklesu, bude především utlumení státních zakázek a přetrvávající obavy obyvatel ČR z budoucího vývoje a případné ztráty zaměstnání. Postupná stabilizace odvětví by se mohla dostavit již v roce 2011.

4.1.3 Vyhodnocení vnějšího potenciálu podniku

Do roku 2007 docházelo k rychlejšímu růstu HDP, rostla také produktivita práce a postupně klesala nezaměstnanost. Od roku 2008 dochází ke zpomalení České ekonomiky v důsledku finanční krize, která by měla postupně odeznívat v roce 2010, kdy se předpokládá mírný nárůst ekonomické aktivity o 1,3 %. V následujících letech by se měl podle současných předpokladů růst ekonomiky zrychlit, v roce 2011 se předpokládá růst o 2,6 %.

Nepříznivý vliv na vývoj ekonomiky má stále rostoucí státní dluh, zvyšující se počet zadlužených domácností a rostoucí nezaměstnanost, která je v některých krajích české republiky značně vysoká.

Odvětví, ve kterém podnik působí, by v budoucnosti nemělo být významně ohroženo, protože stavět a rekonstruovat se bude jistě i nadále. V roce 2010 se nadále předpokládá pokles výkonnosti českého stavebnictví, ke zvratu by mělo dojít až v roce 2011.

²⁰ Zpracováno z údajů přístupných na www.ceeconstruction.eu.

4.2 FINANČNÍ ANALÝZA

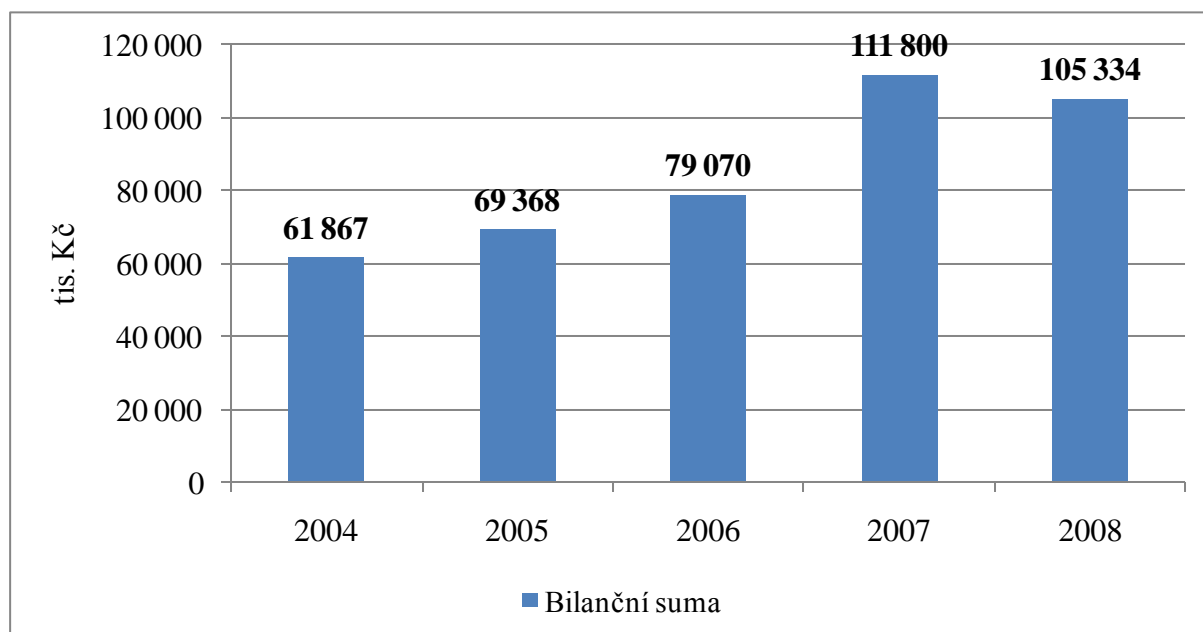
Nezbytným krokem při oceňování podniku je vyhodnocení finančního zdraví podniku, které nejlépe odhalíme na základě finanční analýzy. Jelikož k datu ocenění, tedy k 1. 1. 2010, nebylo možné využít data za rok 2009, bude finanční analýza provedena na základě údajů o hospodaření podniku z let 2004 až 2008. Hodnoty jsou uvedeny v tisících Kč, není-li uvedeno jinak.

4.2.1 Analýza absolutních ukazatelů

4.2.1.1 Analýza rozvahy

V příloze č. 2 je zachycen vývoj jednotlivých položek majetku a zdrojů krytí ve sledovaném období. Výchozím krokem analýzy finanční situace podniku je analýza bilanční sumy, resp. její vývoj v čase. Ve zdravých a stabilizovaných podnicích platí, že bilanční suma v čase roste. Z následujícího grafu je patrné, že v letech 2004 až 2007 bilanční suma rostla. V posledním sledovaném období došlo k poklesu o cca 6,5 mil. Kč.

Obr. 4.2.1.1-1 Vývoj bilanční sumy



Aktiva

Následující tabulky znázorňují vertikální a horizontální analýzu některých položek aktiv podniku. Z provedené analýzy aktiv lze během sledovaného období sledovat nárůst objemu celkových aktiv přibližně o 41,3 %.

Tab. 4.2.1.1-1 Vertikální analýza aktiv

	2004	2005	2006	2007	2008
AKTIVA CELKEM	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0
Dlouhodobý majetek	15,3 %	13,0 %	22,3 %	28,4 %	34,2 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,3 %	0,2 %	1,9 %	1,5 %	1,2 %
Dlouhodobý hmotný majetek	15,1 %	12,8 %	20,4 %	26,9 %	33,0 %
Dlouhodobý finanční majetek	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Oběžná aktiva	84,4 %	86,8 %	77,5 %	71,4 %	65,3 %
Zásoby	28,2 %	25,7 %	26,7 %	20,1 %	17,0 %
Dlouhodobé pohledávky	4,8 %	2,2 %	2,5 %	1,2 %	3,4 %
Krátkodobé pohledávky	46,2 %	44,7 %	45,0 %	39,8 %	39,3 %
Krátkodobý finanční majetek	5,2 %	14,3 %	3,2 %	10,5 %	5,6 %
Ostatní aktiva	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,5 %

Zdroj: vlastní propočty

Tab. 4.2.1.1-2 Horizontální analýza aktiv

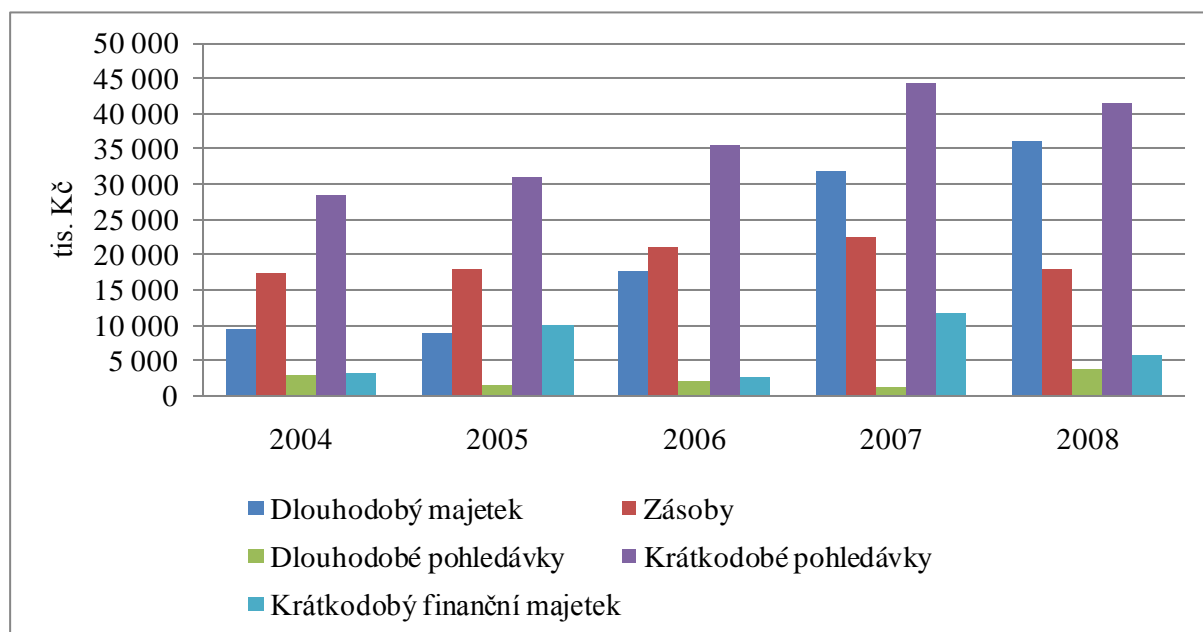
	2005	2006	2007	2008
AKTIVA CELKEM	12,1 %	14,0 %	41,4 %	-5,8 %
Dlouhodobý majetek	-5,3 %	96,0 %	80,2 %	13,4 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	-29,7 %	1152,1 %	8,4 %	-25,2 %
Dlouhodobý hmotný majetek	-4,8 %	81,6 %	86,9 %	15,5 %
Dlouhodobý finanční majetek	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Oběžná aktiva	15,4 %	1,8 %	30,2 %	-13,8 %
Zásoby	2,2 %	18,7 %	6,0 %	-20,2 %
Dlouhodobé pohledávky	-48,7 %	31,6 %	-36,0 %	181,6 %
Krátkodobé pohledávky	8,5 %	14,9 %	24,9 %	-6,9 %
Krátkodobý finanční majetek	207,3 %	-74,2 %	358,3 %	-49,6 %
Ostatní aktiva	-20,5 %	-0,7 %	44,6 %	171,1 %

Zdroj: vlastní propočty

V letech 2005 až 2008 je patrný růst objemu dlouhodobého majetku. Jelikož položky dlouhodobého nehmotného a dlouhodobého finančního majetku mají na objemu dlouhodobého majetku nepatrný podíl, lze říci, že růst objemu dlouhodobého majetku koresponduje s růstem objemu hmotného dlouhodobého majetku. V roce 2008 tvoří hmotný dlouhodobý majetek 33 % z celkových aktiv. Při zkoumání příčiny růstu objemu dlouhodobého hmotného majetku lze vysledovat růst položky stavby z 6 959 tis. Kč na 25 360 tis. Kč. Zvýšení dlouhodobého hmotného majetku bylo způsobeno otevřením nové výrobní haly v roce 2007, která vznikla revitalizací průmyslového areálu na ulici Blanická v Šumperku.

Na velikosti celkových aktiv společnosti se podstatnou mírou podílí velikost oběžného majetku, v roce 2008 tvoří 65,3 % z celkových aktiv. Během sledovaného období v absolutním vyjádření významně vzrostly krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek, na němž se především podílí účty v bankách.

Obr. 4.2.1.1-2 Vývoj majetkové struktury podniku v absolutním vyjádření



Pasiva

Tab. 4.2.1.1-3 Vertikální analýza pasiv

	2004	2005	2006	2007	2008
PASIVA CELKEM	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Vlastní kapitál	14,1 %	21,6 %	24,5 %	30,9 %	44,7 %
Základní kapitál	1,6 %	10,4 %	9,1 %	6,4 %	13,7 %
Kapitálové fondy	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	1,1 %	1,2 %	0,3 %	1,0 %	1,7 %
VH minulých let	8,3 %	9,4 %	8,8 %	9,2 %	16,9 %
VH účetního období	3,1 %	0,6 %	6,3 %	14,3 %	12,5 %
Cizí zdroje	85,7 %	78,3 %	74,9 %	68,1 %	55,3 %
Rezervy	6,3 %	0,0 %	4,5 %	3,2 %	9,8 %
Dlouhodobé závazky	8,1 %	7,2 %	0,6 %	0,2 %	0,1 %
Krátkodobé závazky	51,9 %	53,8 %	47,4 %	44,7 %	37,4 %
Bankovní úvěry a výpomoci	19,4 %	17,3 %	22,4 %	20,0 %	7,9 %
Ostatní pasiva	0,2 %	0,1 %	0,6 %	0,9 %	0,0 %

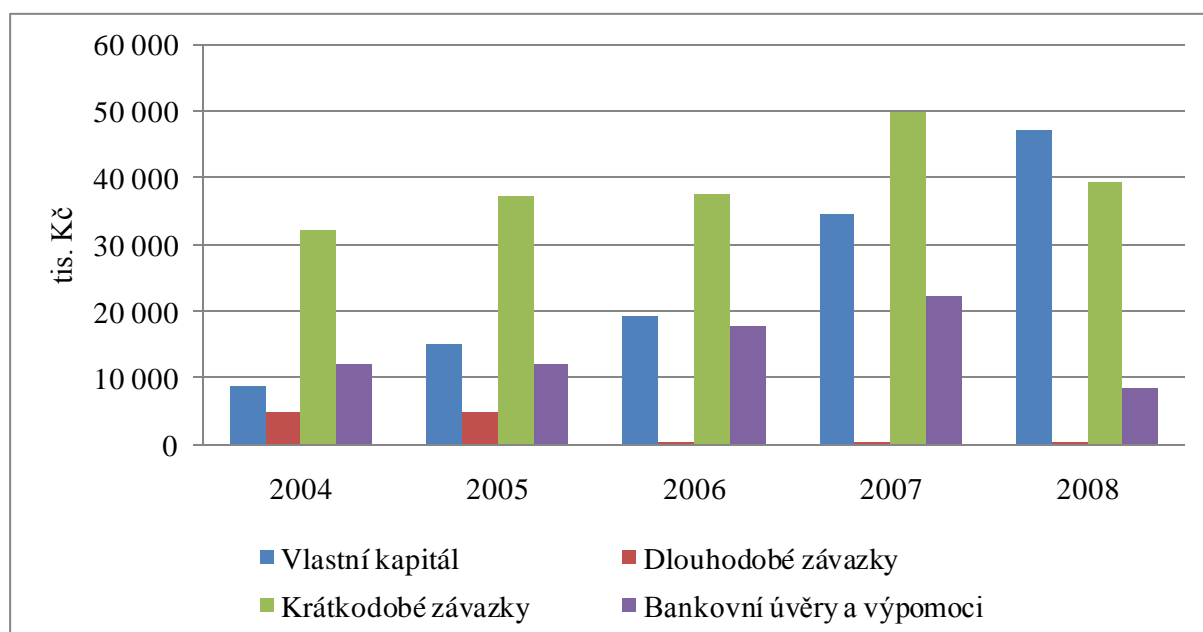
Zdroj: vlastní propočty

Tab. 4.2.1.1-4 Horizontální analýza pasiv

	2005	2006	2007	2008
PASIVA CELKEM	12,1 %	14,0 %	41,4 %	-5,8 %
Vlastní kapitál	71,0 %	29,4 %	78,6 %	36,3 %
Základní kapitál	620,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %
Kapitálové fondy	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	16,6 %	-67,1 %	297,1 %	64,2 %
VH minulých let	27,1 %	6,5 %	49,1 %	72,0 %
VH účetního období	-78,0 %	1071,6 %	222,2 %	-17,4 %
Cizí zdroje	2,5 %	9,0 %	28,6 %	-23,6 %
Rezervy	-100,0 %	0,0 %	-0,1 %	188,0 %
Dlouhodobé závazky	0,0 %	-90,8 %	-43,0 %	-74,9 %
Krátkodobé závazky	16,2 %	0,4 %	33,3 %	-21,1 %
Bankovní úvěry a výpomoci	0,0 %	47,5 %	26,3 %	-62,7 %
Ostatní pasiva	-28,4 %	604,4 %	115,4 %	-100,0 %

Zdroj: vlastní propočty

Obr. 4.2.1.1-3 Vývoj vlastnické struktury podniku v absolutním vyjádření



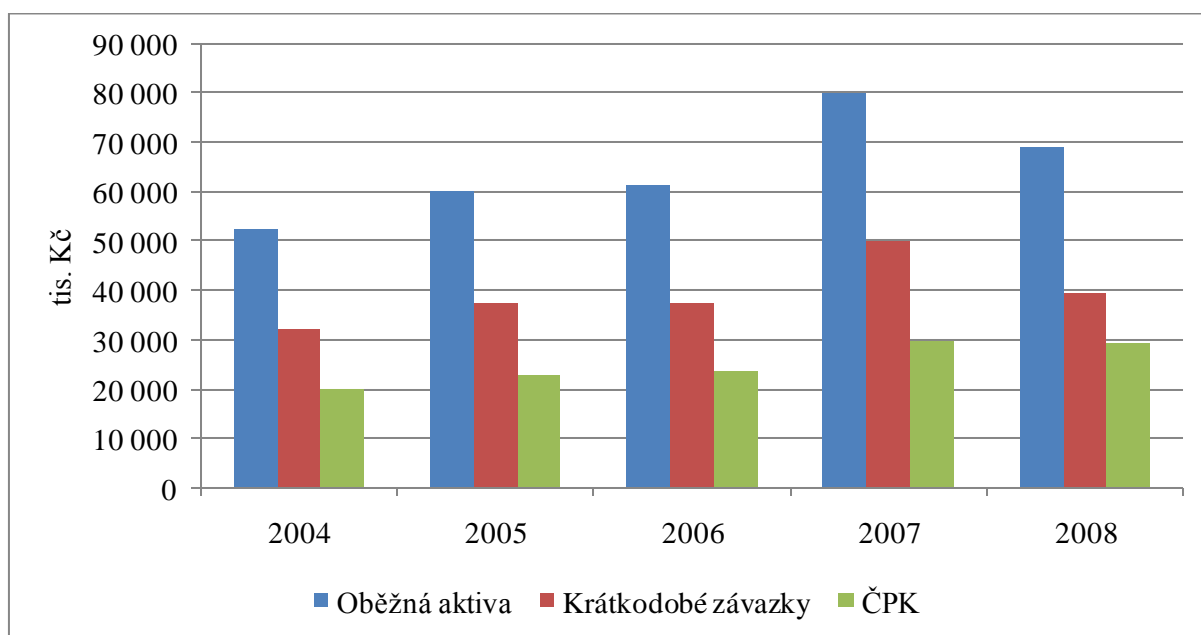
Z tabulky vývoje vlastnické struktury podniku lze vysledovat výrazný nárůst objemu vlastního kapitálu přibližně o 81,5 %. Tento nárůst je z velké míry způsoben navýšením základního kapitálu, které bylo provedeno v roce 2005 o 6 200 000,- Kč a v roce 2008 o 7 200 000,- Kč na konečnou hodnotu 14 400 000 Kč. K významnému nárůstu docházelo během sledovaného období i u položky výsledek hospodaření běžného účetního období, která byla v roce 2008 ve výši 13 184 tis. Kč.

Objem cizích zdrojů se za posledních pět let měnil jen nepatrně a jeho výše se pohybuje kolem 58 milionů Kč. Výjimku tvoří rok 2007, kdy došlo k růstu krátkodobých závazků cca o 25 % oproti předešlému roku. Tento nárůst souvisí s koupí nové výrobní haly, na kterou společnost využila bankovní úvěr a jiné výpomoci.

Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál je ukazatel vyjádřený jako rozdíl oběžných aktiv a celkových krátkodobých závazků. Z následujícího grafu je zřejmý růst hodnoty čistého pracovního kapitálu, způsobený především růstem oběžného majetku. V roce 2008 dochází mírnému poklesu hodnoty ČPK, i přesto se pohybuje stále v kladných číslech. Z tohoto důvodu lze říci, že firma má dobré finanční zázemí.

Obr. 4.2.1.1-4 Vývoj struktury čistého pracovního kapitálu



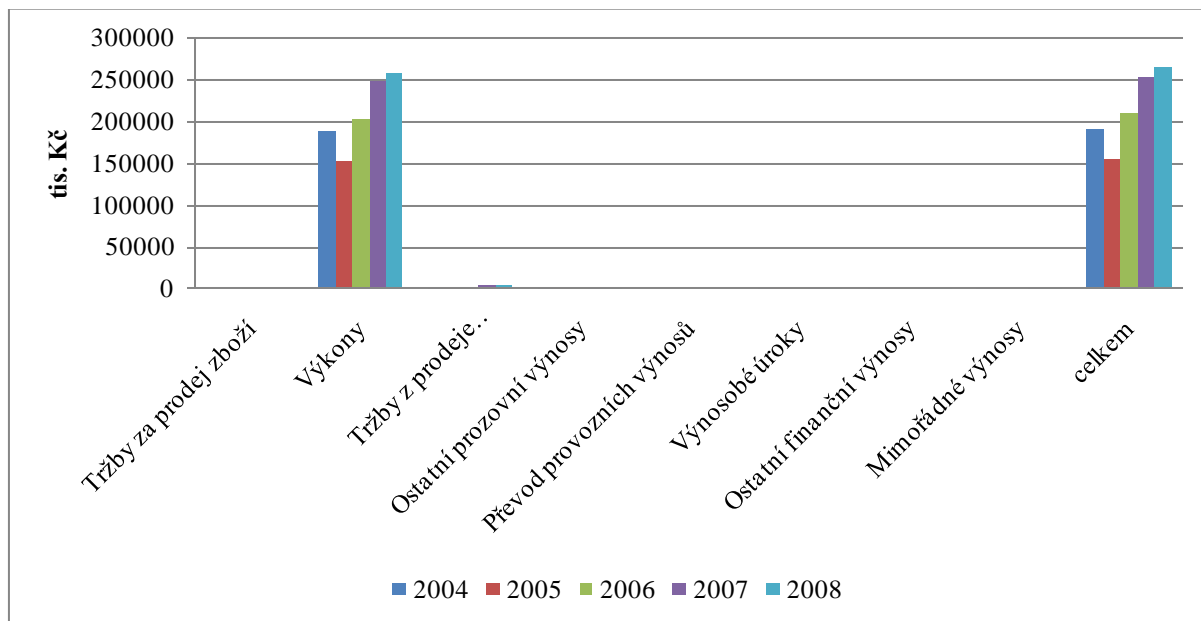
4.2.1.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

V příloze č. 3 je zobrazen vývoj jednotlivých výnosových a nákladových položek v průběhu sledovaného období. Pro podnik je důležité nejen dosáhnout výsledku hospodaření, ale především je nezbytné prozkoumat, zda výsledek hospodaření vzniká v provozní části, případně jak se podílí část finanční a mimořádná.

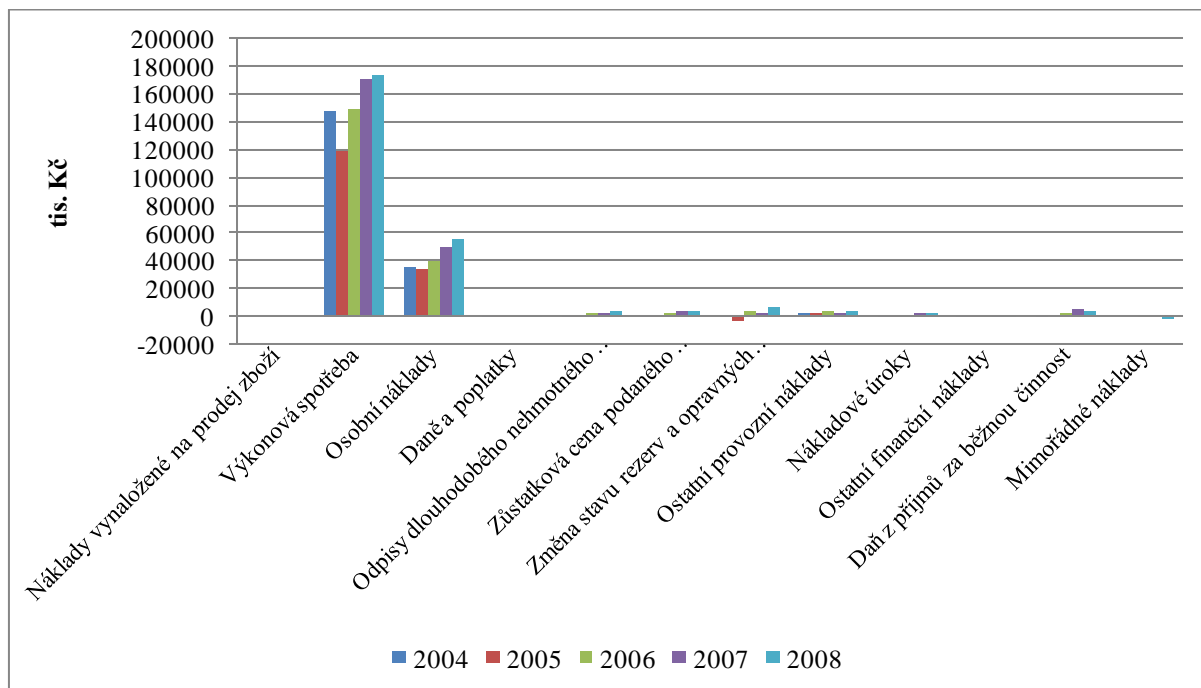
Z hlediska analýzy výnosů lze říci, že je evidentní, že má firma výrazně výrobní charakter. Většinu jejich výnosů tvoří tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Tržby za

prodej zboží společnost DOLS, a. s. nevyužívá, jen zcela výjimečně v roce 2006. Během sledovaného období došlo ke zvýšení výnosů o více jak 30%.

Obr. 4.2.1.2-1 Vývoj struktury výnosů



Obr. 4.2.1.2-2 Vývoj struktury nákladů

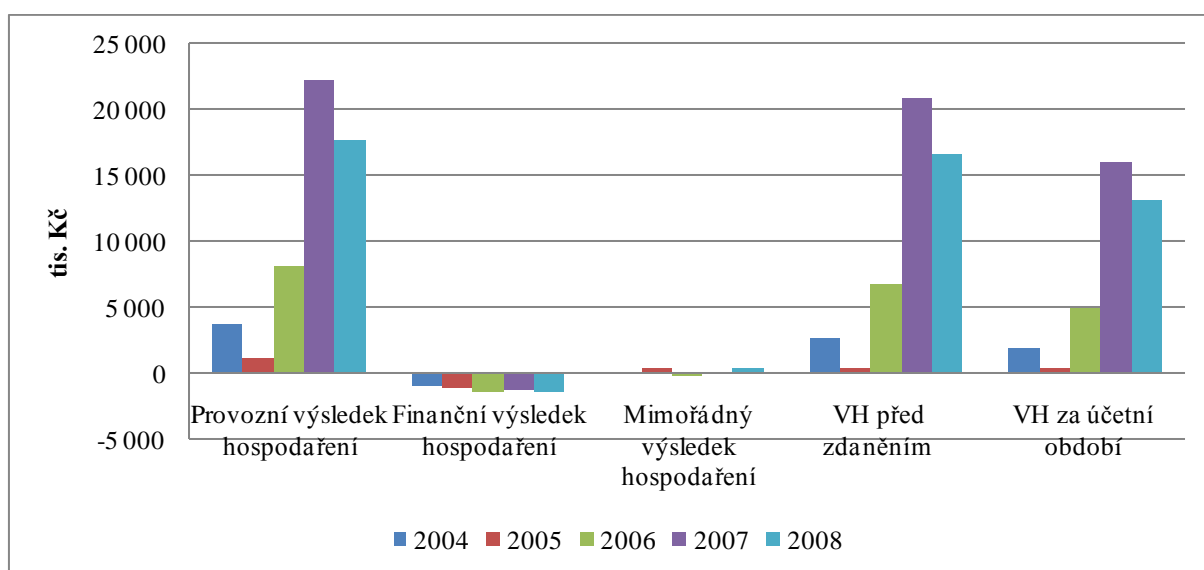


Z analýzy nákladů lze konstatovat růst celkových nákladů, na kterém se významně podílí růst výkonové spotřeby a osobních nákladů. Nárůst osobních nákladů je způsoben

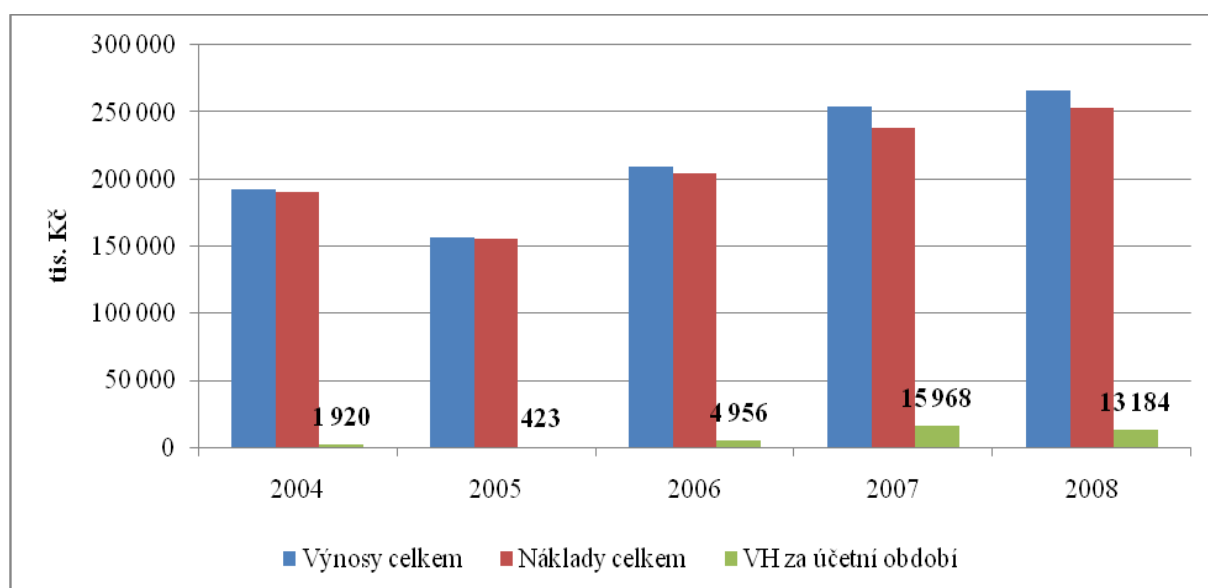
růstem mzdových nákladů a nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění, které vzrostli během sledovaného období o cca 36 %.

Následující graf ukazuje vývoj struktury výsledku hospodaření v období 2004 až 2008. Na konečnou velikost výsledku hospodaření má největší vliv výše provozního výsledku hospodaření. Během sledovaného období lze pozorovat růst provozního výsledku hospodaření, výjimku tvoří rok 2005 a rok 2008, kdy došlo ke značnému snížení tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb.

Obr. 4.2.1.2-3 Vývoj struktury výsledku hospodaření

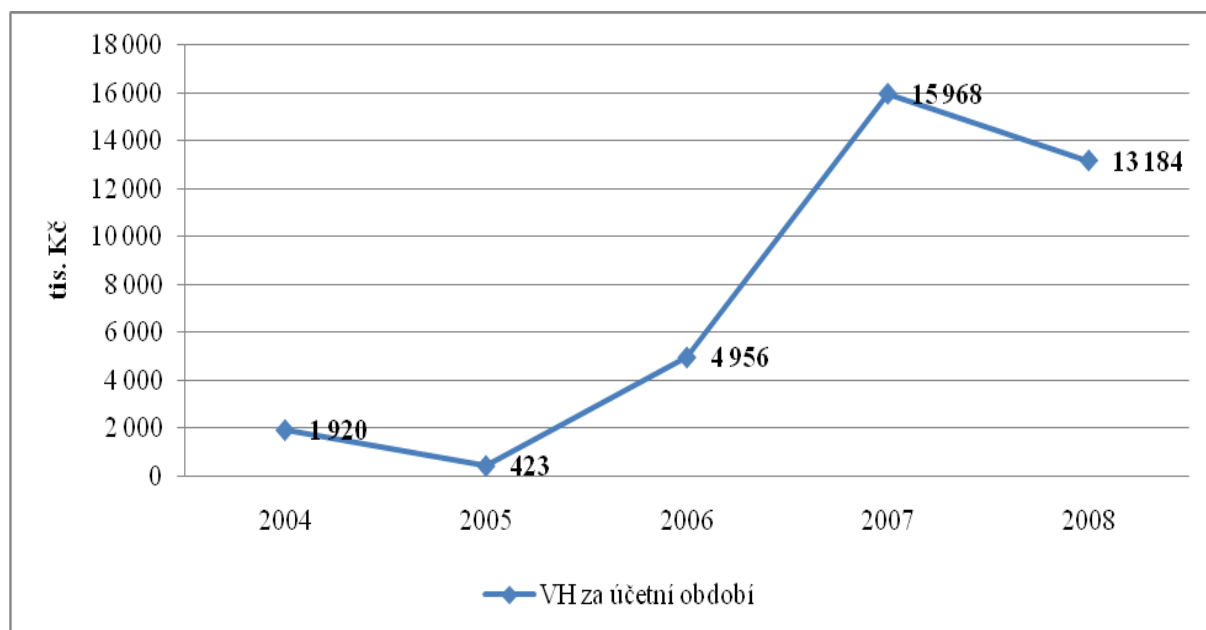


Obr. 4.2.1.2-4 Vývoj výnosů, nákladů a výsledku hospodaření za účetní období



V porovnání k roku 2006 a 2007 společnost v roce 2008 opět zvýšila svoje výkony, avšak také přistoupila na zákonnou tvorbu rezerv na opravy majetku, za účelem realizace budoucího rozsáhlého programu oprav majetku. Tím pádem došlo i ke snížení provozního hospodářského výsledku společnosti.

Obr. 4.2.1.2-5 Vývoj výsledku hospodaření za účetní období



4.2.2 Analýza poměrových ukazatelů

Na úvod je třeba zdůraznit, že cílem této analýzy není důkladná finanční analýza, ale jedná se pouze o posouzení finančního zdraví podniku na takové úrovni, aby bylo možné určit předpoklad pokračujícího trvání podniku do budoucnosti. K propočtům jednotlivých ukazatelů je nezbytné znát účetní výkazy firmy, které jsou uvedeny v příloze č. 2 a 3.

4.2.2.1 Ukazatele rentability

Tab. 4.2.2.1-1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability	Vzorec	2004	2005	2006	2007	2008
Rentabilita aktiv (ROA)	EBIT/celková aktiva	0,06	0,02	0,10	0,20	0,17
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	zisk/vlastní kapitál	0,22	0,03	0,26	0,46	0,28
Rentabilita tržeb (ROS)	zisk/tržby	0,01	0,003	0,02	0,06	0,05

Zdroj: vlastní propočty

Prostřednictvím ukazatelů rentability lze porovnat konečný efekt dosažený podnikatelskou činností k určitému vstupu, a to buď k celkovým aktivům, kapitálu nebo k tržbám. Z tabulky 4.2.2.1-1 je zřejmé, že společnost DOLS, a. s. je trvale zisková.

Ukazatel rentability aktiv (ROA) vyjadřuje výnosnost celkového kapitálu bez ohledu na to, odkud tento kapitál pochází. Z tabulky 4.2.2.1-1 lze vidět, že ukazatel do roku 2007 postupně rostl až na 20 %. V roce 2008 byla každá koruna investovaná do společnosti zhodnocena ze 17 %.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE) představuje výnosnost kapitálu vloženého do podniku akcionáři. Během sledovaných let, měl tento ukazatel proměnlivý trend. V roce 2007 vzrostla výnosnost vlastního kapitálu na 46 %, tento růst byl způsoben zvýšením výsledku hospodaření před zdaněním. V následujícím roce však došlo k poklesu na 28 %, a tím i ke snížení míry zhodnocení vlastního kapitálu. K tomu poklesu přispěl fakt, že vlastní kapitál se zvýšil při současném snížení výsledku hospodaření. Ve všech sledovaných letech byla splněna podmínka úspěšného fungování firmy $ROE > ROA$.

Ukazatel rentability tržeb (ROS) říká, kolik zisku přinese 1 koruna tržeb. V letech 2004 – 2008 měl ukazatel kolísavý charakter, nejvyšší hodnotu dosáhl v roce 2007 (6 %), kdy došlo významnému zvýšení provozního výsledku hospodaření.

4.2.2.2 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity hodnotí vázanost kapitálu v různých formách aktiv, nejen krátkodobých ale i dlouhodobých.

Tab. 4.2.2.2-1 Ukazatele aktivity

Ukazatele Aktivity	Vzorec	2004	2005	2006	2007	2008
Obrat aktiv	tržby/celková aktiva	3,24	2,22	2,61	2,25	2,52
Obrat zásob	tržby/zásoby	11,49	8,64	9,78	11,22	14,87
Obrat pohledávek	tržby/pohledávky	6,35	4,74	5,50	5,50	5,91
Doba obratu aktiv (dny)	celková aktiva/ (tržby/360)	111,19	162,16	137,68	159,94	142,59
Doba obratu zásob (dny)	zásoby/ (tržby/360)	31,33	41,65	36,82	32,07	24,22
Doba inkasa pohledávek (dny)	pohledávky/ (tržby/360)	56,70	76,01	65,49	65,44	60,95
Doba splatnosti kr. závazků (dny)	kr. závazky/ (tržby/360)	57,73	87,29	65,26	71,49	53,39

Zdroj: vlastní propočty

Obrátka aktiv stanovuje s jakou intenzitou je majetek, v podniku využíván. Čím je ukazatel vyšší, tím lépe. Z tabulky lze vidět, že celkový majetek podniku se v průměru 2,5 do roka přemění na peněžní prostředky. Obrátkovost v jednotlivých letech kolísala a z dlouhodobého hlediska klesala. Tuto skutečnost však nelze hodnotit jako negativní v absolutním slova smyslu, neboť společnost neustále investuje. Roste tedy objem celkových aktiv, čímž se při relativně pomalu rostoucích tržbách snižuje hodnota obrátky aktiv, na druhé straně vytváří se růstový potenciál do budoucna.

Doba obratu aktiv podává informace o tom, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám podniku. Nejprůzračnější pro podnik je co nejkratší doba obratu. Ve sledovaném období se hodnoty ukazatele pohybovali kolem 112 – 143 dnů. Hodnoty ukazatele jsou poměrně vysoké, což pro podnik není příliš příznivé. Rostoucí vývoj ukazatele vypovídá o horším využívání majetku podniku, které je však způsobeno nárůstem dlouhodobých aktiv, ke kterému ve sledovaném období došlo.

Ukazatel doby obratu zásob vyjadřuje, jak velký je časový interval od nákupu zásob po jejich spotřebu. Během sledovaného období hodnota ukazatele klesala, což je pozitivní trend. V roce 2008 měl ukazatel hodnotu 24 dnů. Doba inkasa pohledávek říká, kolik dní je kapitál vázaný ve formě pohledávek. Čím je doba inkasa pohledávek kratší, tím je to pro podnik lepší. Z tabulky 4.2.2.2-1 vyplývá, že vývoj doby inkasa pohledávek ve sledovaném období kolísá, v roce 2008 jsou pohledávky splatné za cca 61 dnů. Doba splatnosti krátkodobých závazků vyjadřuje platební kázeň podniku vůči dodavatelům. V roce 2008 činí doba splatnosti krátkodobých závazků cca 54 dnů.

4.2.2.3 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti poskytují informace o finanční stabilitě firmy, vyjadřují výši věřitelského a finančního rizika.

Tab. 4.2.2.3-1 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti	Vzorec	2004	2005	2006	2007	2008
Ukazatel věřitelského rizika (v %)	cizí zdroje/celková aktiva * 100	85,71	78,34	74,91	68,14	55,26
Finanční nezávislost (v %)	vlastní kapitál/celková aktiva * 100	14,14	21,56	24,48	30,93	44,75
Zadluženost vlastního kapitálu	cizí zdroje/vlastní kapitál	6,06	3,63	3,06	2,20	1,24
Úrokové krytí	EBIT/nákladové úroky	3,31	1,36	5,54	13,52	11,28

Zdroj: vlastní propočty

Hodnota ukazatele věřitelského rizika během sledovaného období klesá, což je pozitivní vývoj. Riziko věřitelů a akcionářů klesá a společnost je hodnocena jako méně riziková. Na celkovém objemu závazků se největší mírou podílí krátkodobé závazky, které jsou levnější než dlouhodobé, ale současně jsou více rizikové, protože ke splácení dluhu musí dojít nejpozději do 1 roka.

Ukazatel finanční nezávislosti je doplňkovým ukazatelem k předchozímu ukazateli, jejich součet se rovná 1. Tento ukazatel v letech 2005 až 2008 roste, podnik se tedy více podílí na financování aktiv vlastními zdroji.

Zadluženost vlastního kapitálu se snížila, neboť objem vlastního kapitálu intenzivně rostl. Tento růst byl způsoben zejména postupným navyšováním základního kapitálu.

Úrokové krytí je ukazatel, který hodnotí dopad zadlužení na zisk. Z tabulky 4.2.2.3-1 je zřejmé, že společnost DOLS, a. s. si může dovolit ve větším rozsahu využívat cizí kapitál, neboť dosahuje vyššího růstu tržeb a zisku a je tedy schopna platit úroky.

4.2.2.4 Ukazatele likvidity

Tab. 4.2.2.4-1 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity	Vzorec	2004	2005	2006	2007	2008
Běžná likvidita	$(Zás + KrdPo + KrdFM)/KrdZ$	1,53	1,57	1,58	1,57	1,65
Pohotová likvidita	$(KrdPo + KrdFM)/KrdZ$	0,99	1,10	1,02	1,12	1,20
Okamžitá likvidita	$PP/KrdZ$	0,10	0,27	0,07	0,23	0,15

Zdroj: vlastní propočty

Ukazatel platební schopnosti vyjadřuje schopnost podniku hradit své závazky, popřípadě schopnost získat peněžní prostředky na úhradu svých plateb. Pouze dostatečně likvidní podnik je schopen dostát svým závazkům, ale příliš vysoká míra likvidity je nepříznivým jevem pro vlastníky podniku, neboť příliš mnoho peněz je vázáno v aktivech, které nepracují.

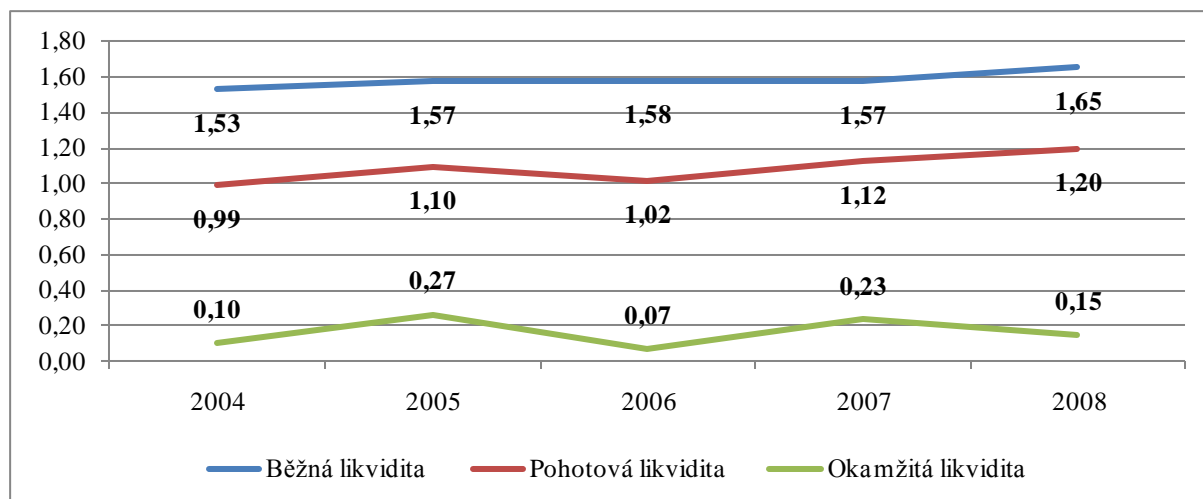
Běžná likvidita vyjadřuje, kolikrát oběžná aktiva pokrývají krátkodobé závazky. Hodnoty běžné likvidity by se měli pohybovat v rozmezí od 1,5 do 2,5. Z tabulky 4.2.2.4-1 je patrné, že hodnoty ukazatele se pohybují v daném rozmezí, společnost je tedy schopna prostřednictvím oběžných aktiv hradit své závazky.

Hodnoty pohotové likvidity by se měli pohybovat v rozmezí 1 - 1,5. Během sledovaného období se pohotová likvidita vyskytovala v daném rozpětí.

Ukazatel okamžité likvidity vyjadřuje podíl peněžních prostředků ke krátkodobým závazkům. Pro okamžitou likviditu je doporučována hodnota v rozmezí 0,2 – 0,5. Z tabulky 4.2.2.4-1 lze vidět, že hodnoty okamžité likvidity byly pod hranicí doporučených hodnot, což znamená, že podnik má velmi nízký krátkodobý finanční majetek.

Vývoj jednotlivých ukazatelů likvidity za sledované období je znázorněn ve spojnicovém grafu 4.2.2.4-1. Všechny tyto uvedené ukazatele hodnotící likviditu podniku je nutné chápat spíše jako orientační charakteristiky. Jelikož je důležité, aby každá firma vždy dostala svým závazkům, je třeba plánovat prognózy likvidity pomocí cash flow. Poněvadž to, že podnik dosahuje zisku, neznamená, že je schopen platit své závazky včas.

Obr. 4.2.2.4-1 Vývoj ukazatele likvidity za období 2004 – 2008



4.2.3 Souhrnné modely hodnocení finančního zdraví podniku

4.2.3.1 Index IN05

Ze souhrnných modelů hodnocení finanční úrovně podniku jsem se rozhodla vypočítat a interpretovat hodnotu indexu IN05.

Tab. 4.2.3.1-1 Výpočet indexu IN05

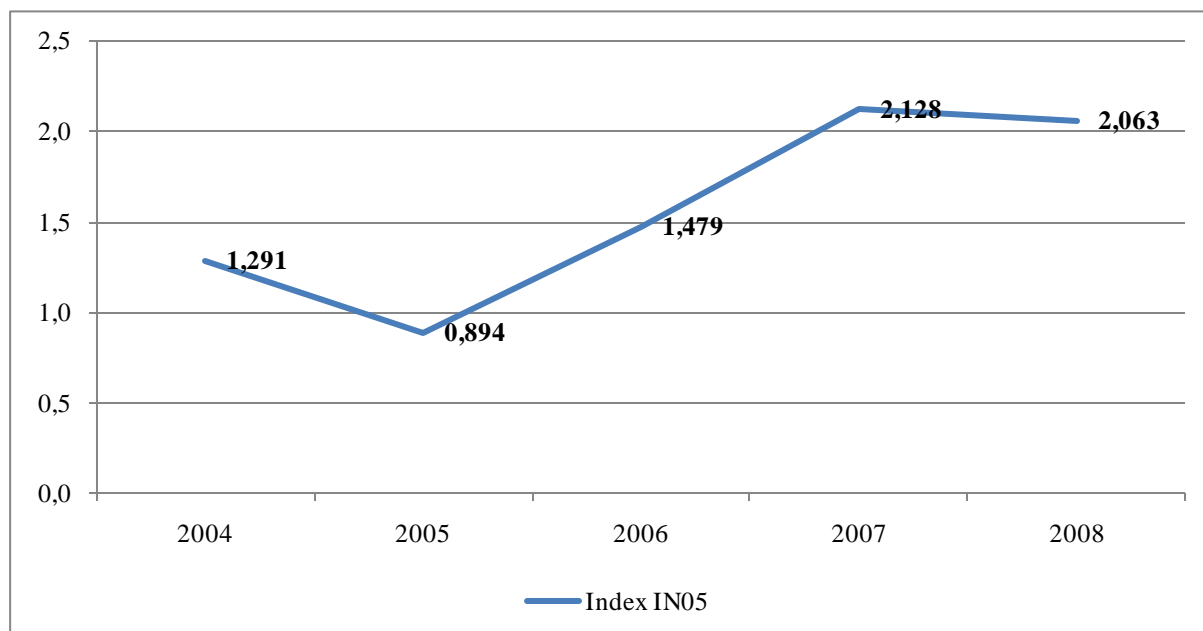
	2004	2005	2006	2007	2008
0,13 x A/CK	0,152	0,166	0,174	0,191	0,235
0,04 x EBIT/U	0,133	0,054	0,222	0,541	0,451
3,97 x EBIT/A	0,247	0,092	0,416	0,803	0,689
0,21 x V/A	0,654	0,472	0,556	0,477	0,531
0,09 x OA/(KZ+KBU)	0,106	0,110	0,112	0,116	0,157
Index IN05	1,291	0,894	1,479	2,128	2,063

Zdroj: vlastní propočty

Z grafu 4.2.3.1-1 lze pozorovat kolísání hodnoty indexu IN05, kdy v roce 2005 a 2008 dochází k poklesu hodnoty. Tento pokles je způsoben zejména snížením výsledku hospodaření, ke kterému v daných letech došlo.

V roce 2004 a 2006 se podnik nacházel v tzv. šedé zóně. V roce 2005 hodnota indexu IN05 klesla pod hranici 0,9 a dostala se tak do zóny kde se nachází podniky, které jsou ohroženy vážnými finančními problémy. Od roku 2007 se podnik nachází v zóně prosperity. Z uvedeného lze soudit, že podnik tvoří hodnotu a jeho ekonomická situace je velmi dobrá. Důležité je připomenout, že index IN05 má pouze pravděpodobnostní charakter, který nedokáže nahradit podrobnou finanční analýzu.

Obr. 4.2.3.1-1 Vývoj indexu IN05



4.2.4 Souhrnné zhodnocení finančního zdraví podniku

Z výsledků předchozí analýzy lze soudit, že podnik se nachází v relativně dobré finanční situaci a je možno předpokládat jeho další trvání. Dobré finanční zázemí společnosti DOLS, a. s. potvrzuje i vzrůstající tendence ČPK, což je pro rozvoj firmy značně příznivé.

Z majetkové struktury firmy vyplývá značný podíl oběžných aktiv na celkovém majetku společnosti, největší zásluhu na tom mají pohledávky z obchodního styku. Z tohoto důvodu by se společnost měla zaměřit na náklady, které s řízením pohledávek souvisí.

Z vývoje vlastnické struktury lze říci, že podíl cizích zdrojů na pasivech postupně klesá. Snižuje se tedy zadluženost a společnost je tak hodnocena jako méně riziková.

Ukazatele rentability za sledované období vzrostly, což svědčí o rostoucí výnosnosti vložených zdrojů. Ve všech sledovaných letech byla splněna podmínka úspěšného fungování podniku $ROE > ROA$.

Z analýzy likvidity společnosti lze konstatovat efektivní využívání finančních prostředků, kdy hodnoty běžné a pohotové likvidity se pohybují v doporučených mezích a okamžitá likvidita se pohybuje mírně pod doporučenou hranicí.

Hodnocení provedené prostřednictvím IN05 indexu potvrdilo, že podnik tvoří hodnotu a jeho finanční situace je velmi dobrá. Z toho důvodu lze usoudit, že je splněna podmínka pro aplikaci výnosových metod.

4.3 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

Pro ocenění výnosovými metodami je nezbytné sestavit finanční plán, který se skládá zejména ze tří výkazů. Jsou jimi výkaz zisku a ztráty, rozvaha a výkaz peněžních toků. V této podkapitole jsou sestaveny plánované výkazy pro rok 2009 – 2012.

4.3.1 Plánovaný výkaz zisku a ztrát

Výchozí položkou pro sestavení finančního plánu jsou tržby. Vzhledem k současné situaci na trhu a vývoji tržeb v minulosti předpokládám v roce 2009 pokles tržeb o 2 %, v roce 2010 růst tržeb o 2 % a v následujících letech předpokládám meziroční růst tržeb o 3 %. Do tržeb jsou zahrnuty tržby za prodej zboží, tržby za prodej vlastních výrobků a služeb a tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu.

Celkové náklady na tržby (náklady na prodané zboží a výkonová spotřeba) v minulosti činili průměrně 72 % z tržeb. V posledních 3 letech tyto náklady v poměru k tržbám klesali, v roce 2008 činili 67 % z tržeb. Z tohoto důvodu jsem se rozhodla náklady na tržby stanovit na 65 % z tržeb.

Osobní náklady, které jsou významnou položkou nákladů společnosti, dosahovaly v minulosti okolo 65 %, z položky přidaná hodnota. V následujících letech předpokládám stejný vývoj, proto osobní náklady stanovuji na 65 % z přidané hodnoty.

Odpisy společnosti DOLS, a. s. se pohybovali průměrně ve výši 10 % hodnoty dlouhodobého majetku. Pro budoucí období čtyř let předpokládám jejich stejný vývoj, proto budou odpisy ve výši 10 % hodnoty dlouhodobého majetku.

Ostatní provozní výnosy jsou každý rok ve výši 0,5 % z tržeb, s tímto vývojem počítám i ve finančním plánu. Ostatní provozní náklady předpokládám každoročně ve výši 0,9 % z tržeb.

Výnosové úroky se budou meziročně zvyšovat o 5 %. Nákladové úroky předpokládám ve výši 6 % z výše úvěrů. U ostatních finančních výnosů předpokládám meziroční růst ve výši 10 % a v případě ostatních finančních nákladů předpokládám každoročně růst ve výši 20 %. Mimořádné výnosy či náklady při sestavování finančního plánu nepředpokládám.

V roce 2009 se daňová sazba pohybuje na 20 %, v dalších letech by měla být daňová sazba ve výši 19 %. Plánovaný výkaz zisku a ztrát je znázorněn v tabulce 4.3.1-1

Tab. 4.3.1-1 Plánovaný výkaz zisku a ztrát (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012
Celkové tržby	260 628	265 841	273 816	282 030
Celkové náklady na tržby	169 408	172 796	177 980	183 320
Přidaná hodnota	91 220	93 044	95 836	98 711
Osobní náklady	59 293	60 479	62 293	64 162
Odpisy	3 778	3 967	4 166	4 374
Ostatní provozní výnosy	1 303	1 329	1 369	1 410
Ostatní provozní náklady	2 346	2 393	2 464	2 538
Provozní výsledek hospodaření (EBIT)	27 106	27 535	28 282	29 047
Výnosové úroky	10	11	11	12
Nákladové úroky	381	261	141	21
Ostatní finanční výnosy	1 354	1 489	1 638	1 802
Ostatní finanční náklady	1 218	1 462	1 754	2 105
Finanční výsledek hospodaření	-235	-223	-245	-312
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0
Výsledek hospodaření před zdaněním (EBT)	26 871	27 312	28 036	28 735
Daň z příjmu za běžnou činnost	5 374	5 189	5 327	5 460
Výsledek hospodaření za účetní období (EAT)	21 497	22 123	22 709	23 275

4.3.2 Plánovaná rozvaha

Plánovaná rozvaha je uvedena ve zkrácené podobě v tabulce 4.3.3-1. Předpokládám, že dlouhodobý majetek poroste každoročně o 5 %, oběžná aktiva o 2 %, s ostatními aktivy v rozvaze nepočítám. Meziroční růst vlastního kapitálu společnosti předpokládám v roce 2009 ve výši 13 %, v dalších letech ve výši 9 %. Společnost bude tvořit rezervy, které porostou každoročně o 10 %. Dlouhodobé závazky budou meziročně klesat o 1 %. Krátkodobé závazky v roce 2009 poklesly o cca 6 %, i v dalších letech předpokládám jejich pokles.

Tab. 4.3.2-1 Plánovaná rozvaha (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012
Aktiva celkem	107 964	111 257	114 672	118 215
Dlouhodobý majetek	37 783	39 672	41 656	43 739
Oběžný majetek	70 181	71 585	73 016	74 477
Pasiva celkem	107 964	111 257	114 672	118 215
Vlastní kapitál	53 260	58 053	63 278	68 973
Výsledek hospodaření běžného účetního období	21 497	22 123	22 709	23 275
Cizí zdroje	54 704	53 203	51 394	49 242
Rezervy	11 387	12 526	13 778	15 156
Dlouhodobé závazky	65	64	64	63
Krátkodobé závazky	36 904	36 265	35 204	33 675
Bankovní úvěry a výpomoci	6 348	4 348	2 348	348

4.3.3 Plánovaný výkaz peněžních toků

Plánovaný výkaz peněžních toků zahrnuje 3 části, a to cash flow ze samofinancování, cash flow z investiční činnosti a cash flow z finanční činnosti. Při sestavování plánu peněžního toku vycházím z toho, že společnost předpokládá obnovovací investice ve výši plánovaných odpisů a rozvojové investice ve výši 1 % z tržeb. Dále předpokládám, že společnost bude v následujících letech splácet úvěr a nevezme si další. Průběh splácení úvěru je uveden v tabulce 4.3.2-1 a plánovaný výkaz peněžních toků je znázorněn v tabulce 4.3.2-2.

Tab. 4.3.3-1 Splátkový kalendář úvěrů (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012
Splátka	2000	2000	2000	2000

Tab. 4.3.3-2 Plánovaný výkaz peněžních toků (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012
Počáteční stav peněžních prostředků	137	13 111	28 533	44 011
Výsledek hospodaření za účetní období (EAT)	21 497	22 123	22 709	23 275
Odpisy	3 778	3 967	4 166	4 374
CF ze samofinancování	25 275	26 090	26 875	27 649
Obnovovací investice	3 778	3 967	4 166	4 374
Rozvojové investice	2 606	2 658	2 738	2 820
Změna oběžných aktiv	1 376	1 404	1 432	1 460
Změna krátkodobých závazků	-2 541	-639	-1 061	-1 529
Změna čistého pracovního kapitálu	3 917	2 043	2 493	2 989
CF z investiční činnosti	10 302	8 668	9 396	10 183
Splátky úvěru	2 000	2 000	2 000	2 000
CF z finanční činnosti	2 000	2 000	2 000	2 000
Celkové CF	12 974	15 422	15 478	15 466
Konečný stav peněžních prostředků	13 111	28 533	44 011	59 477

4.4 VLASTNÍ OCENĚNÍ PODNIKU

Analýzy provedené v předchozích kapitolách jsou východiskem pro samotné ocenění podniku. Ocenění bude provedeno k 1. 1. 2010 pro potřeby vlastníků a managementu společnosti a bude sloužit jako podklad pro jejich budoucí rozhodování a řízení firmy.

Z důvodů ověření správnosti ocenění se doporučuje aplikovat více metod ocenění, proto jsem se pro stanovení hodnoty společnosti DOLS, a.s. rozhodla použít následující metody:

- metoda účetní hodnoty,
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metodu diskontovaných peněžních toků (DCF).

4.4.1 Metoda účetní hodnoty

Tato metoda vychází z principu historických cen, odpovídá tedy na otázku, za kolik byl majetek skutečně pořízen. Stanovení hodnoty podniku prostřednictvím této metody je jednoduché, protože všechny potřebné informace jsou zachyceny v rozvaze podniku. Položka vlastní kapitál představuje skutečnou účetní hodnotu podniku z pohledu vlastníků, jinými slovy představuje celkový majetek podniku snížený o veškeré cizí zdroje.

Výpočet účetní hodnoty podniku

celkový majetek podniku v účetní hodnotě	105 334 tis. Kč
- <u>cizí zdroje v účetní hodnotě</u>	<u>58 211 tis. Kč</u>
= účetní hodnota podniku	47 123 tis. Kč

Účetní hodnota podniku činí cca 47 mil. Kč, avšak tato hodnota má pouze doplňující úlohu a slouží jako východisko pro porovnání s výsledky následujících výnosových metod.

4.4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Pro výpočet hodnoty podniku prostřednictvím metody kapitalizovaných čistých výnosů jsem zvolila metodu paušální. Tato metoda je založena na upravených výsledcích hospodaření a jejím výsledkem je přímo hodnota vlastního kapitálu pro vlastníky. Ocenění touto metodou je možné za předpokladu, že není ohrožena dlouhodobá existence podniku, a že podnik bude v budoucnosti dosahovat alespoň takových výsledků jako v minulých letech. Výchozí data pro výpočet hodnoty podniku nalezneme ve výkazech zisku a ztrát za období 2004 až 2008 zobrazené v příloze č. 2.

Pro analýzu a úpravy minulých výsledků hospodaření máme k dispozici tyto informace:

- dlouhodobý finanční majetek považujeme za neprovozní,
- tvorba a rozpouštění rezerv byly v souladu se skutečnou potřebou podniku,
- inflace se vyvíjela následovně:

	2004	2005	2006	2007	2008
Průměrná míra inflace	2,8 %	1,9 %	2,5 %	2,8 %	6,3 %

- náklady vlastního kapitálu činí odhadem 11,46 % (propočten je uveden v příloze č. 4),
- dlouhodobá inflace byla odhadnuta na 2 %.

Tab. 4.4.2-1 Výpočet souhrnného upraveného výsledku hospodaření (v tis. Kč)

	2004	2005	2006	2007	2008
Výsledek hospodaření před zdaněním	2 688	423	6 783	20 932	16 656
(+) odpisy	634	834	1 821	2 644	3 818
(-) Finanční výnosy	-659	-309	-325	-698	-1 240
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-17	-14	-289	0	-138
(+) Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0
(-) Mimořádné výnosy	-1	-329	0	-87	-343
(+) Mimořádné náklady	0	0	1	0	-8
Upravený výsledek hospodaření před odpisy	2 645	605	7 991	22 791	18 745
Cenový index řetězový	1,028	1,019	1,025	1,028	1,063
Cenový index bazický vztažený k roku 2006	0,866	0,885	0,909	0,937	1
Upravený výsledek hospodaření upravený o inflaci	3 054	684	8 791	24 323	18 745
Váhy	1	2	3	4	5
Upravený výsledek hospodaření upravený o inflaci * váhy	3 054	1 367	26 373	97 293	93 725
Souhrnný upravený výsledek hospodaření po vynásobení vahami	221 812				

Výchozím údajem je výsledek hospodaření před zdanění, který je potřeba upravit na trvale odnímatelný čistý výnos. Úprava spočívá v přičtení odpisů vykázaných v minulých obdobích a vyloučení výnosů a nákladů spojených s neprovozním majetkem (tj. finanční výnosy plynoucí převážně z dlouhodobého finančního majetku) a jednorázových vlivů (tj.

prodej dlouhodobého majetku, mimořádné výnosy a náklady). Dostaneme tak upravený výsledek hospodaření před odpisy.

Tento upravený výsledek hospodaření před odpisy přepočteme cenovým indexem na ceny k datu ocenění a získáme upravený výsledek hospodaření upravený o inflaci. Jednotlivým dílčím upraveným hospodářským výsledkům jsou přiřazeny váhy, protože z hlediska času má posledně dosažený výsledek hospodaření největší váhu. Dílčí výsledky vynásobíme vahami a sečteme. Získáme souhrnný upravený výsledek hospodaření.

Souhrnný upravený výsledek hospodaření vydělíme součtem hodnot vah a dostaneme trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy, který snížíme o odpisy v jejich aktuální reprodukční hodnotě a zdaníme. Trvale odnímatelný čistý výnos po dani vydělíme kalkulovanou úrokovou mírou (tj. náklady vlastního kapitálu – odhadnutá dlouhodobá inflace) a získáme provozní hodnotu vlastního kapitálu. Přičtením hodnoty neprovozních aktiv získáme výslednou hodnotu vlastního kapitálu.

Tab. 4.4.2-2 Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu po zdanění (v tis. Kč)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy [Σ (UVH upravený o inflaci * váhy) / Σ vah]	14 787
Odpisy v roce 2008	3 818
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	10 969
Daň (21 %)	2 304
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	8 666

Kalkulovaná úroková míra = 11,46 % - 2 % = 9,46 %

Provozní hodnota vlastního kapitálu = 8 666 / 0,0946 = 91 606 tis. Kč

Ocenění neprovozních aktiv = 0 tis. Kč

Hodnota vlastního kapitálu = 91 606 + 0 = 91 606 tis. Kč

kde: **Kalkulovaná úroková míra** = náklady vlastního kapitálu – odhadnutá dlouhodobá inflace

Provozní hodnota vlastního kapitálu = Trvale odnímatelný čistý výnos po dani / kalkulovaná úroková míra

Ocenění neprovozních aktiv: dle interních zdrojů podniku činí 0 mil. Kč

Hodnota vlastního kapitálu = provozní hodnota vlastního kapitálu + ocenění neprovozních aktiv

Jedná se o ocenění současného potenciálu podniku DOLS, a. s., které nezachycuje budoucí růstové příležitosti. Hodnotu ve výši cca 91 606 tis. Kč, můžeme považovat za určitý dolní odhad výnosové hodnoty oceňovaného podniku.

4.4.3 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Vzhledem k předpokladu pokračování existence společnosti DOLS, a. s. je třetí použitou metodou dvoufázová výnosová metoda DCF entity.

Metoda DCF entity je založena na zjišťování současné hodnoty očekávaných peněžních toků, z tohoto důvodu je nutné vypočítat volné peněžní toky (FCF) a určit průměrné náklady kapitálu (WACC), kterými budou volné peněžní toky diskontovány. Poté je již možno určit hodnotu podniku.

4.4.3.1 Výpočet FCF

Pro výpočet predikovaných volných peněžních toků je nezbytné použít informace z finančního plánu, který jsem zhotovila v kapitole 4.3.. Postup výpočtu FCF zachycuje následující tabulka.

Tab. 4.4.3.1-1 Výpočet FCF (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012
Provozní výsledek hospodaření (EBIT)	27 106	27 535	28 282	29 047
Sazba daně	20%	19%	19%	19%
Daň	5 421	5 232	5 374	5 519
Provozní zisk po dani	21 685	22 303	22 908	23 528
(+) Odpisy	3 778	3 967	4 166	4 374
(-) Investice do stálých aktiv	6 385	6 626	6 904	7 194
(-) Zvýšení pracovního kapitálu	3 917	2 043	2 493	2 989
Volné cash-flow (FCF)	15 162	17 602	17 677	17 718

Výchozím údajem je výsledek hospodaření z provozní činnosti před zdaněním, který je třeba upravit na volný peněžní tok. Nejdříve odečteme daň z příjmů, získáme provozní zisk po dani. Přičteme odpisy a vyloučíme investice do pořízení dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Po provedených úpravách již dostaneme volný peněžní tok.

4.4.3.2 Stanovení průměrných nákladů kapitálu

Východiskem pro výpočet průměrných nákladů kapitálu je následující vzorec:

$$WACC = n_{CK}(1 - d) \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \frac{VK}{K} \quad (1.34)$$

kde:

n_{CK} = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (= náklady na cizí kapitál)

d = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt

CK = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (ale pouze úročeného)

$n_{VK(Z)}$ = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku (= náklady na vlastní kapitál) při dané úrovni zadlužení podniku

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu

K = celková tržní hodnota investovaného kapitálu, $K = VK + CK$

Zdroj: MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3. s. 207.

Postup při výpočtu průměrných nákladů kapitálu lze rozdělit do čtyř kroků:

1. krok: Určení váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu

Kapitálovou strukturu se doporučuje zjišťovat na základě tržních hodnot. Předpokladem aplikace tržních hodnot je kapitálový trh, který poskytuje informace s přiměřenou vypovídací schopností. V podmínkách ČR, kde kapitálový trh trpí řadou problémů, je použití tržních hodnot nemožné. Z tohoto důvodu, se pro určení vah kapitálu využijí účetní hodnoty.

V následující tabulce jsou uvedeny účetní hodnoty vlastního kapitálu a úročeného cizího kapitálu a přiřazené váhy k jednotlivým složkám kapitálu.

Tab. 4.4.3.2-1 Stanovení vah kapitálu

Druh kapitálu	Účetní hodnota	Váha
Vlastní kapitál	47 133 tis. Kč	0,85
Úročený cizí kapitál	8 348 tis. Kč	0,15
Celkový investovaný kapitál	55 481 tis. Kč	1,00

2. krok: Určení nákladů na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál zjistíme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které podnik platí z nejrozličnějších forem cizího kapitálu. Úročený cizí kapitál je u společnosti DOLS, a. s., tvořen dlouhodobým bankovním úvěrem ve výši 8 348 tis. Kč s úrokem 5 %.

Náklady cizího kapitálu jsou tedy ve výši 5 %.

3. krok: Určení nákladů na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů, k jejich výpočtu lze použít různé metody. Zvolila jsem si metodu stavebnicovou, jejíž výpočet je uveden v příloze č. 4.

Náklady vlastního kapitálu stanovené stavebnicovou metodou činí 11,46 %.

4. krok: Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu

Posledním nutným údajem pro výpočet WACC je daňová sazba, která k datu ocenění činí 19 %. Hodnotu průměrných vážených nákladů kapitálu získáme dosazením vypočtených hodnot do vzorce (1.34):

$$WACC = n_{CK} * (1 - d) * (CK/K) + n_{VK(Z)} * (VK/K)$$

$$WACC = 0,5 * (1 - 0,19) * 0,15 + 0,1146 * 0,85$$

$$WACC = 0,1582 = \underline{\underline{15,82 \%}}$$

4.4.3.3 Výpočet hodnoty podniku

Metoda vychází v předpokladu, že období existence podniku lze rozdělit na dvě fáze. První fáze se skládá z období, pro které je vypracována prognóza volného peněžního toku a zahrnuje roky 2009 až 2012. Druhá fáze pak zahrnuje rok 2013 do nekonečna, kdy předpokládáme stabilní a trvalý růst volného peněžního toku.

Hodnota 1. Fáze:

Hodnotu první fáze získáme součtem diskontovaných volných peněžních toků jednotlivých let finančního plánu. Postup je uveden v následující tabulce.

Tab. 4.4.3.3-1 Výpočet první fáze hodnoty podniku (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012
Volné cash-flow (FCF)	15 162	17 602	17 677	17 718
Odúročitel	0,863	0,746	0,644	0,556
Diskontované cash-flow (DFC)	13 085	13 131	11 384	9 851
Hodnota první fáze	47 451			

Hodnota 2. Fáze:

Hodnotu podniku za období druhé fáze lze označit jako pokračující hodnotu. Pro druhou fázi předpokládáme trvalý růst volného peněžního toku ve výši 1 %. Diskontní míru pro druhé období ponechám na úrovni průměrných nákladů kapitálu (WACC).

Pro výpočet pokračující hodnoty jsem použila Gordonův vzorec:

$$PH_T = \frac{FCF_{t+1}}{i_k - g} \quad (1.36)$$

kde:

PH_T = pokračující hodnota v čase T

T = poslední rok prognózovaného období

i_k = průměrné náklady kapitálu

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

FCF = volný peněžní tok do firmy

Zdroj: MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3. s. 183.

Pokračující hodnota:

$$PH = (17\,718 \cdot (1 + 0,01)) / (0,1582 - 0,01) = 120\,750 \text{ tis. Kč}$$

Pokračující hodnota diskontovaná k datu ocenění:

$$SPH = PH \cdot \text{odúročitel}_{2012}$$

$$SPH = 120\,750 \cdot 0,556 = \underline{\underline{67\,137 \text{ tis. Kč}}}$$

Součtem diskontované hodnoty první a druhé fáze získáme výnosovou hodnotu podniku brutto. Výnosovou hodnotu podniku netto získáme odečtením hodnoty úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění. Navýšením provozní hodnoty netto o neprovozní majetek získáme výslednou hodnotu vlastního kapitálu.

Tab. 4.4.3.3-2 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu (v tis. Kč)

Současná hodnota 1. fáze	47 451
Současná hodnota 2. fáze	67 137
Provozní hodnota brutto	114 588
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	8 348
Provozní hodnota netto	106 240
Neprovozní majetek k datu ocenění	0
Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2010	106 240

Výsledná hodnota vlastního kapitálu stanovená metodou DCF entity činí ke dni ocenění cca 106 mil. Kč.

4.4.3.4 Citlivost hodnoty vlastního kapitálu na změně tempa růstu

V případě změny tempa růstu volných peněžních prostředků se změní hodnota podniku ve druhé fázi a tím i celková výnosová hodnota podniku. Z následující tabulky je zřejmé, že čím vyšší je tempo růstu volných peněžních prostředků, tím vyšší je výsledná hodnota vlastního kapitálu. Výsledná hodnota podniku závisí tedy na zkušenostech oceňovatele a na tom jaké tempo růstu volných peněžních toků zvolí.

Tab. 4.4.3.4-1 Hodnota vlastního kapitálu při různém tempu růstu g

	Tempo růstu g				
	0 %	0,5 %	1 %	1,5 %	2 %
Současná hodnota 1. fáze	47 451	47 451	47 451	47 451	47 451
Současná hodnota 2. fáze	62 271	64 624	67 137	69 825	72 708
Provozní hodnota brutto	109 722	112 075	114 588	117 276	120 159
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	8 348	8 348	8 348	8 348	8 348
Provozní hodnota netto	101 374	103 727	106 240	108 928	111 811
Neprovozní majetek k datu ocenění	0	0	0	0	0
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	101 374	103 727	106 240	108 928	111 811

4.4.4 Syntéza ocenění podniku

Pro stanovení hodnoty společnosti DOLS, a.s. byli použity tři oceňovací metody, jejichž výsledky jsou uvedeny v následující tabulce.

Tab. 4.4.4-1 Přehled výsledků jednotlivých metod

Metoda ocenění	Hodnota podniku
Metoda účetní hodnoty	47 123 tis. Kč
Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	91 606 tis. Kč
Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)	106 240 tis. Kč

Výsledky daných metod se značně liší, z tohoto důvodu je nutné zhodnotit vlastnosti jednotlivých metod, situaci oceňovaného podniku a kvalitu používaných dat a na tomto základě přiřadit každé metodě určitou váhu.

Metoda účetní hodnoty má pro oceňovatele jen pomocný význam, neboť má nízkou vypovídací hodnotu. Nízká vypovídací schopnost je způsobena zejména rozdílnou cenou, za kterou byl majetek původně pořízen a jeho reálnou hodnotou k datu ocenění.

Hodnota společnosti stanovená metodou kapitalizovaných čistých výnosů poskytuje informaci o dolní hranici výnosového potenciálu podniku, neboť zachycuje jen výnosový potenciál k datu ocenění. Metoda je vhodná především tam, kde nejsou předpoklady pro metodu DCF, tzn. tam, kde nejsme schopni dlouhodobě plánovat peněžní toky. Předpokladem použití této metody, jsou budoucí výnosy minimálně v takové výši, kterou dosahovaly v minulosti, což můžeme u společnosti DOLS, a. s. předpokládat.

Metoda diskontovaných peněžních toků měří nejen současný potenciál, jak tomu bylo u metody kapitalizovaných čistých výnosů, ale i budoucí výnosový potenciál. Z tohoto důvodu ji můžeme považovat za výsledek oceňovací analýzy.

5 NÁVRHY A DOPORUČENÍ

Z výše uvedených analýz je patrné, že společnost DOLS, a. s. se jeví jako prosperující podnik s perspektivami pro další rozvoj. Nicméně je důležité upozornit na několik skutečností.

Společnost patří do odvětví stavebnictví, což je odvětví, které má perspektivu do budoucna. V oblasti výroby otvorových výplní se zvyšuje tlak existujících konkurentů, přičemž dochází k nástupu i nové konkurence, proti které je třeba se bránit například výraznějším zviditelněním. Firma v minulosti podcenila rozvoj distribučních cest, proto by se v současné době měla začít této oblasti věnovat. Nestačí jen umět vyrábět, ale i umět prodat své výrobky a služby.

Z hodnocení finančního zdraví prostřednictvím finanční analýzy je možné poukázat, na jedno ze slabých míst společnosti, a tím je likvidita, především okamžitá likvidita. Společnost téměř v žádném roce nedosahuje optimálních hodnot, z tohoto důvodu by se měla zaměřit na její zvýšení. Podmínka úspěšného fungování $ROE > ROA$ byla splněna ve všech letech sledovaného období. Společnost by se však měla snažit o zkrácení doby inkasa pohledávek, protože současné hodnoty poukazují na skutečnost, že ve značném rozsahu úvěruje své odběratele. Zlepšení v této oblasti by se pozitivně projevilo v provozním cash flow.

Z hlediska zadluženosti je společnost hodnocena jako méně riziková, její zadluženost ve sledovaném období klesá. V roce 2008 se podíl vlastního kapitálu na aktivech společnosti pohybuje na úrovni 44,75 %. To znamená, že společnost financovala své činnosti z velké části z vlastních zdrojů, což s sebou přináší ale také nevýhody. Vlastní kapitál je totiž považován za dražší zdroj financování, neboť by mohl být investován a dále zhodnocován. Z finančního hlediska lze společnost DOLS, a. s. považovat za finančně zdravý podnik.

Na výsledné hodnotě vlastního kapitálu podniku se ve značné míře podílí i kvalitní zaměstnanci. Z tohoto důvodu by společnost měla neustále rozvíjet výkonnostní potenciál svých zaměstnanců.

Vypočtená hodnota společnosti je stanovena na úrovni výsledku výnosové metody DCF tj. 106 240 tis. Kč. Možnost zvýšit tuto hodnotu může management společnosti několika způsoby, jedná se o zvýšení volného peněžního toku generovaného podnikem (FCF), zvýšení očekávaného tempa růstu (g) nebo snížení nákladů kapitálu ($WACC$).

Pro dobře fungující firmu je nezbytná schopnost generovat volný peněžní tok nejen v současnosti, ale zejména i v budoucnosti. O tento volný peněžní tok se totiž dělí vlastníci

podniku s věřiteli. Zvýšení FCF si může společnost DOLS, a. s. zajistit zejména zvýšením provozního výsledku hospodaření (EBIT). Růst EBITu zabezpečí společnost například prověřením portfolia dlouhodobého majetku. Zjistit, zda drží jen aktiva nezbytně nutná. Jestliže firma vlastní aktiva, která nejsou nezbytná a zároveň s jejich držením vznikají zbytečné výdaje, měla by se zamyslet nad jejich prodejem či likvidací. Tento krok totiž přinese nejen jednorázové zvýšení peněžního toku, ale v budoucnosti úsporu spojenou s jejich provozem.

Zvýšit provozní výsledek hospodaření může společnost i změnou cenové politiky. Jak již však bylo výše zmíněno společnost DOLS, a.s. v této oblasti nemá moc možností. V oblasti výroby otvorových výplní je cena tlačena vysokou konkurencí směrem dolů a ve výrobě listovních schránek společnost ze strategických důvodů ceny příliš nezvyšuje.

Další možnost jak zvýšit svůj EBIT má společnost ve zvýšení účinnosti a hospodárnosti svých činností. Pečlivá analýza dodavatelů a odběratelů může společnosti DOLS, a. s. přinést jisté úspory a příjmy. Společnost by se měla zaměřit, na vyhodnocování trendů v oblasti nákupních cen a objemů spotřeby materiálů a s tím související analýzou zásobování. Aktivní vyhodnocování rozpočtů nákladů a výnosů jednotlivých středisek se jistě projeví ve zlepšení hospodárnosti společnosti. Pomoc by měla i optimalizace výrobního sortimentu, při které bude určeno pořadí výhodnosti jednotlivých výrobků na základě kalkulace příspěvku na úhradu.

K možností, jak zajistit růst EBITu patří i péče o stávající dlouhodobý majetek tak, aby investice do nezbytně nutného provozního majetku byly minimalizovány. Společnost DOLS, a. s. by se měla zamyslet i nad možností outsourcingu, který pro firmu znamená nejen snížení vázanosti kapitálu, ale i možnost zvýšení výkonnosti formou úspory nákladů.

Dalším faktorem ovlivňujícím výslednou hodnotu podniku je očekávaný růst (g). Otázkou pro management společnosti je, jak zajistit růstové příležitosti. Firma by měla investovat do projektů, které mají vyšší zhodnocení kapitálu, než dosavadní aktivity podniku. Z tohoto důvodu je třeba věnovat pozornost jejich výběru, rozhodne-li se management pro špatný projekt, odrazí se to negativně na hodnotě podniku.

Posledním uvedeným činitelem ovlivňujícím výslednou hodnotu společnosti je diskontní míra. Jedná se o náklady, které firmě vznikají v souvislosti s použitím kapitálu vlastníků a věřitelů. Podaří-li se snížit průměrné náklady kapitálu (WACC), zvýší se hodnota společnosti. Snížení WACC může firma dosáhnout změnou podílu jednotlivých složek kapitálu a snížením nákladů jednotlivých druhů kapitálu.

6 ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo zhodnocení situace společnosti DOLS, a.s. k datu ocenění a následné stanovení její objektivizované hodnoty pro potřeby vlastníků a managementu společnosti. Ocenění má sloužit jako podklad pro jejich budoucí rozhodování a řízení firmy.

V první části této práce jsou popsána teoretická východiska oceňování podniku. Teorie oceňování podniku je značně rozsáhlá, proto jsem se podrobně věnovala jen problematice, kterou jsem dále použila v analytické části své diplomové práce.

Na teoretickou část navazuje charakteristika oceňovaného podniku, ve které je v úvodu krátce popsána historie společnosti DOLS, a. s., její významné faktory. V závěru dané kapitoly je vyhodnocen vnitřní potenciál oceňované společnosti.

V následující kapitole je provedeno ocenění společnosti DOLS, a. s.. Nejdříve bylo nutné shromáždit veškeré potřebné informace, které jsou podkladem pro určení hodnoty firmy. Při výpočtu hodnoty podniku musí být zohledněny faktory, které na podnik působí jak uvnitř, tak i z vnějšího prostředí. Z tohoto důvodu byla provedena strategická a finanční analýza, která potvrdila předpoklad budoucí existence. Byl sestaven finanční plán, jenž je nezbytný pro ocenění výnosovými metodami. V závěru této kapitoly jsou aplikovány zvolené oceňovací metody a stanovena hodnota společnosti DOLS, a. s..

Obecně platí, že k oceňování podniku by mělo být využito více metod. Z tohoto důvodu jsou použity tři různé metody. Jako hlavní přístup ocenění byla použita metoda diskontovaných peněžních toků, která zachycuje potenciál budoucích přínosů. Pro srovnání výsledků jsem použila metodu kapitalizovaných čistých výnosů a metodu účetní hodnoty.

Hodnota společnosti DOLS, a. s. stanovená metodou diskontovaných peněžních toků (DCF) ke dni 1. 1. 2010 činila 106 240 tis. Kč, přičemž hodnota 1. fáze činí 47 451 tis. Kč a hodnota 2. fáze je 67 137 tis. Kč.

Společnost DOLS, a. s. je finančně zdravou, stabilní a konkurenceschopnou firmou s bohatou tradicí a perspektivou budoucího rozvoje. V poslední kapitole jsou uvedeny návrhy a doporučení, které by měli pomoci k udržení a dosažení vyšší hodnoty společnosti.

Seznam použité literatury

Knihy:

1. DAMODARAN, A. *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and corporate Finance*. 2.vyd. USA: John Wiley & Sons, 2006. 685 s. ISBN 0-4717-5121-9.
2. DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
3. KAŠÍK, M., MICHALKO, M. a kol. *Podniková diagnostika*. 1. vyd. Ostrava: Tandem, 1998. 343 s. ISBN 80-902167-4-9.
4. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C.H.Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
5. KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. *Finanční analýza krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
6. MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
7. MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
8. MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1.vyd. Praha: Ekopress, 1996. 111 s. ISBN 901991-1-9.
9. MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
10. NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.
11. SEDLÁČEK, J. *Finanční analýza podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2007. 154 s. ISBN 978-80-251-1830-6.
12. VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.

Zákony a standardy:

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů

International Valuation Standards 2005. 7. vydání. London. International Valuation Standards Committee, 2005.

Internetové zdroje:

Česká národní banka [online]. 2010 [cit. 21. 2. 2010]. Dostupný z WWW: <www.cnb.cz>.

DOLS, a. s. [online]. 2010 [cit. 25. 1. 2010]. Dostupný z WWW: <www.dols.cz>.

Kvartální analýza stavu a vývoje českého stavebnictví 01/2010 [online]. 2010 [cit. 25. 2. 2010]. Dostupný z WWW: <www.cxeeconstruction.eu>.

Makroekonomické údaje, ČSÚ [online]. 2010 [cit. 21. 2. 2010]. Dostupný z WWW: <www.czso.cz>.

Ministerstvo financí [online]. 2010 [cit. 21. 2. 2010]. Dostupný z WWW: <www.mfcz.cz>.

Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2010 [cit. 21. 2. 2010]. Dostupný z WWW: <www.mpo.cz>.

Obchodní rejstřík a Sbírka listin [online]. 2010 [cit. 25. 1. 2010]. Dostupný z WWW:<www.justice.cz>.

Úrokové sazby České národní banky 2010 online]. 2010 [cit. 21. 2. 2010]. Dostupný z WWW: < www.finance.cz/bankovnictvi/sazby-cnb/>.

Podnikové materiály:

Účetní závěrky společnosti z let 2004 až 2008

Seznam zkratk

A	aktiva	KrdFM	krátkodobý finanční majetek
aj.	a jiné	KrdZ	krátkodobé závazky
apod.	a podobně	KrdPO	krátkodobé pohledáky
a. s.	akciová společnost	KZ	krátkodobé závazky
b. c.	běžná cena	např.	například
BV	book value per share	n_{ck}	náklady na cizí kapitál
	účetní hodnota akcie	NOPAT	net operating profit after taxes
C	celkový investovaný kapitál		čistý provozní zisk po zdanění
cca	přibližně	n_{vk}	náklady na vlastní kapitál
CF	cash flow	OA	oběžná aktiva
CK	cizí kapitál	OKEČ	odvětvová klasifikace
CZ	cizí droje		ekonomických činností
č.	číslo	obr.	obrázek
ČPK	čistý pracovní kapitál	P/E	price earnings ratio
ČSN	původně Československá		poměr tržní ceny akcie
	státní norma, nyní Česká		k zisku na akcii
	technická norma	PH	pokračující hodnota
ČV	čistý výnos	PP	peněžní prostředky
d	sazba daně z příjmů	q	váha
DCF	discont cash flow	ROA	return on assets
	diskontovan peněžní tok		rentabilita aktiv
EAT	earnings after tax	ROE	return on equity
	výsledek hospodaření po		rentabilita vlastního kapitálu
	zdanění	ROI	return on investment
EBIT	earnings before interest and		rentabilita vloženého kapitálu
	tax	ROS	return on sales
	výsledek hospodaření před		rentabilita tržeb
	úroky a zdaněním	s. c.	stálá cena
EBT	výsledek hospodaření před	s.r.o.	společnost s ručením
	zdaněním		omezeným
EPS	earnings per share	T	délka první fáze v letech
	čistý zisk na akcii	tab.	tabulka
EVA	economic value addend	TČV	trvalý čistý výnos
	ekonomická přidaná hodnota	tj.	to jest
FCF	free cash flow	tzn.	to znamená
	volný peněžní tok	tzv.	tak zvaný
g	předpokládané tempo růstu	U	nákladové úroky
H_b	brutto hodnota podniku	UVH	upravený výsledek
HDP	hrubý domácí produkt		hospodaření
H_n	netto hodnota podniku	V	výnosy
IČ	identifikační číslo	VH	výsledek hospodaření
i_k	kalkulovaná úroková míra	VK	vlastní kapitál
ISO	International Organization for	WACC	weighted average capital cost
	Standardization –		vážené průměrné náklady
	Mezinárodní organizace pro		kapitálu
	normalizaci	WC	pracovní kapitál
K	celková hodnota kapitálu	zas.	zásoby
KBU	krátkodobé bankovní úvěry		

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

.....

Seznam příloh

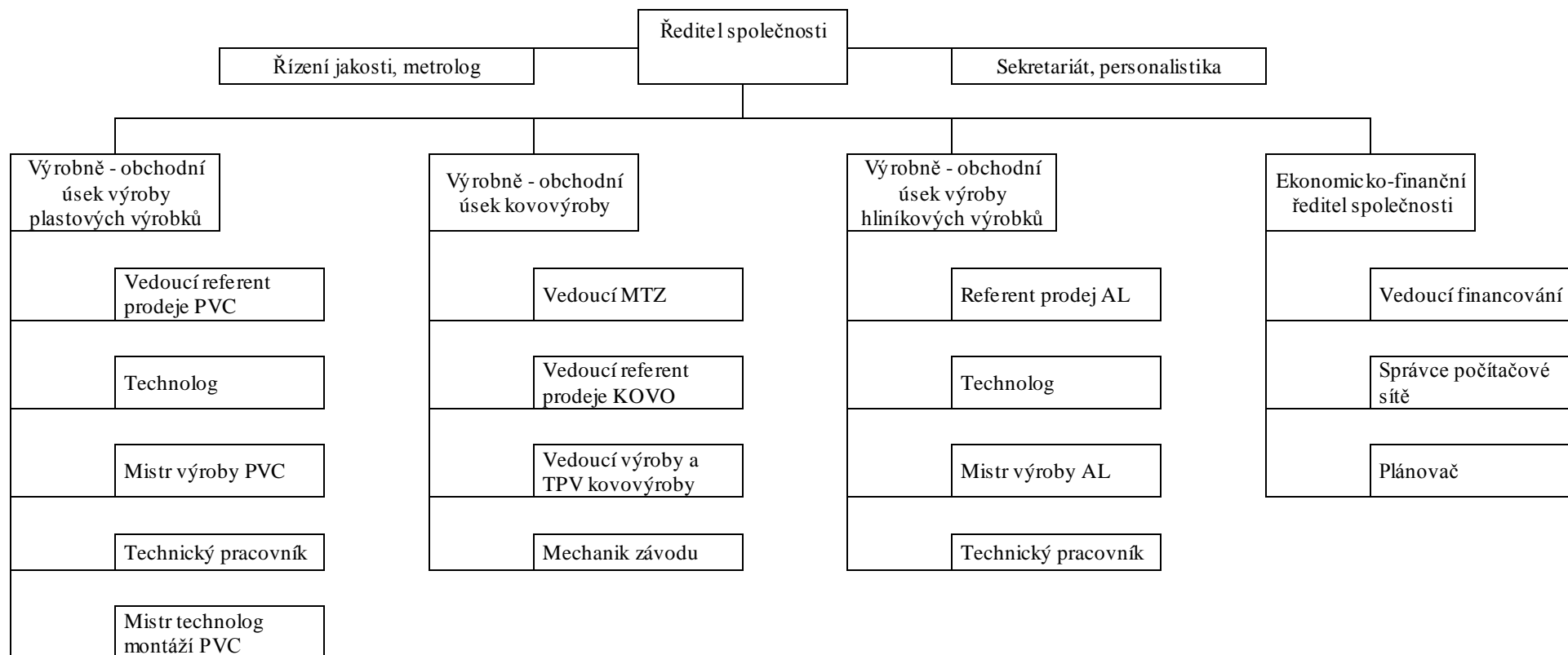
Příloha č. 1: Organizační struktura

Příloha č. 2: Rozvaha společnosti

Příloha č. 3: Výkaz zisku a ztráty společnosti

Příloha č. 4: Náklady na vlastní kapitál – stavebnicová metoda

Organizační struktura společnosti DOLS, a. s.



(Zdroj: čerpáno z materiálu poskytnutého vedením společnosti)

Rozvaha společnosti DOLS-výroba Dveří, Oken, Listovních Schránek, a.s.

		2004	2005	2006	2007	2008
	AKTIVA					
	AKTIVA CELKEM	61 867	69 368	79 070	111 800	105 334
A.	Pohledávky a upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	9 485	8 987	17 619	31 743	35 984
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	172	121	1 515	1 642	1 228
B.I. 1	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0
2	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0
3	Software	172	121	1 515	1 261	1 228
4	Ocenitelná práva	0	0	0	0	0
5	Goodwill	0	0	0	0	0
6	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
7	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	381	0
8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	9 313	8 866	16 104	30 101	34 756
B.II. 1	Pozemky	540	540	540	784	949
2	Stavby	6 959	6 699	8 941	18 444	25 360
3	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1 534	1 231	6 284	5 134	7 608
4	Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0
5	Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0
6	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	16	194	163	163	108
7	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	33	0	0	5 427	610
8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
9	Oceňovací rozdíl k nabitému majetku	231	203	176	149	121
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
B.III. 1	Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0	0	0	0
2	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
4	Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
5	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
6	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
7	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0

		AKTIVA	2004	2005	2006	2007	2008
C.		Oběžná aktiva	52 206	60 241	61 312	79 856	68 805
C.I.		Zásoby	17 432	17 818	21 146	22 419	17 889
C.I. 1		Materiál	7 396	7 173	10 226	10 865	10 380
	2	Nedokončená výroba a polotovary	3 282	4 636	5 069	7 387	4 273
	3	Výrobky	6 488	5 743	5 785	4 101	3 170
	4	Zvířata	0	0	0	0	0
	5	Zboží	266	266	66	66	66
	6	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0
C.II.		Dlouhodobé pohledávky	2 984	1 531	2 015	1290	3 633
C.II. 1		Pohledávky z obchodních vztahů	2 984	1 531	1 679	954	3 297
	2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0
	3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
	4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
	5	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0
	6	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
	7	Jiné pohledávky	0	0	336	336	336
	8	Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0
C.III.		Krátkodobé pohledávky	28 566	30 986	35 599	44 451	41 392
C.III. 1		Pohledávky z obchodních vztahů	26 983	27 856	34 172	42 435	38 604
	2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0
	3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
	4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
	5	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0
	6	Stát - daňové pohledávky	201	81	384	0	13
	7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 382	3 049	1 043	2 016	2 736
	8	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	39
	9	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
C.IV.		Krátkodobý finanční majetek	3 224	9 906	2 552	11 696	5 891
C.IV. 1		Peníze	216	229	365	346	137
	2	Účty v bankách	3008	9 677	2 187	11 350	5 754
	3	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
	4	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
D.		Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	176	140	139	201	545
D.I.		Časové rozlišení	176	140	139	201	545
D.I. 1		Náklady příštích období	176	140	139	201	545
	2	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
	3	Příjmy příštích období	0	0	0	0	0
D.II.		Dohadné účty ativní	0	0	0	0	0

	PASIVA	2004	2005	2006	2007	2008
	PASIVA CELKEM	61 868	69 368	79 070	111 800	105 334
A.	Vlastní kapitál	8 749	14 958	19 358	34 583	47 133
A.I.	Základní kapitál	1 000	7 200	7 200	7 200	14 400
A.I. 1	Základní kapitál	1 000	7 200	7 200	7 200	14 400
2	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0	0	0	0
3	Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0
A.II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
A.II. 1	Emisní ážio	0	0	0	0	0
2	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
3	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0
4	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	710	828	272	1 080	1 773
A.III. 1	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	320	420	420	820	1 440
2	Statutární a ostatní fondy	390	408	-148	260	333
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	5 119	6 507	6 930	10 335	17 776
A.IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let	5 119	6 507	6 930	10 335	17 776
2	Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	1 920	423	4 956	15 968	13 184

		PASIVA	2004	2005	2006	2007	2008
B.		Cizí zdroje	53 024	54 342	59 233	76 185	58 211
B.I.		Rezervy	3 900	0	3 597	3594	10 352
B.I. 1		Rezervy podle zvláštních právních předpisů	3 900	0	1 797	3 594	10 002
	2	Rezerva n důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0
	3	Rezerva na daň z příjmů	0	0	1 800	0	0
	4	Ostatní rezervy	0	0	0	0	350
B.II.		Dlouhodobé závazky	5 000	5 000	461	263	66
B.II. 1		Závazky z obchodních vztahů	0	0	461	263	66
	2	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0
	3	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
	4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0
	5	Dlouhodobé přijaté zálohy	0	5 000	0	0	0
	6	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
	7	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0
	8	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0
	9	Jiné závazky	5 000	0	0	0	0
	10	Odložený daňový závazek	0	0	0	0	0
B.III.		Krátkodobé závazky	32 124	37 342	37 481	49 974	39 445
B.III. 1		Závazky z obchodních vztahů	19 077	23 955	23 232	26 880	19 176
	2	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0
	3	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
	4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	720
	5	Závazky k zaměstnancům	1 796	2 161	2 044	2 559	2 956
	6	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	859	1 225	1 010	1 231	1 543
	7	Stát - daňové závazky a dotace	237	321	817	5 365	1 062
	8	Krátkodobé přijaté zálohy	3 173	2 311	3 382	5 595	2 215
	9	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
	10	Dohadné účty pasivní	20	0	0	0	2 997
	11	Jiné závazky	6 962	7 369	6 996	8 344	8 776
B.IV.		Bankovní úvěry a výpomoci	12 000	12 000	17 694	22 354	8 348
B.IV. 1		Bankovní úvěry dlouhodobé			5 694	10 354	8 348
	2	Krátkodobé bankovní úvěry	12 000	12 000	12 000	12 000	0
	3	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
C.I.		Ostatní pasiva - přechodné účty aktiv	95	68	479	1 032	0
C.I.		Časové rozlišení	95	68	479	1 032	0
C.I. 1		Výdaje příštích období	95	68	479	1 032	0
	2	Výnosy příštích období	0	0	0	0	0
C.II.		Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0

Výkaz zisku a ztráty společnosti DOLS-výroba Dveří, Oken, Listovních Schránek, a.s.

		2004	2005	2006	2007	2008
I.	Tržby za prodej zboží	0	0	8	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodej zboží	0	0	200	0	0
+	Obchodní marže	0	0	-192	0	0
II.	Výkony	189 270	152 880	204 517	248 383	257 941
1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	198 494	152 174	203 903	247 631	260 505
2	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-9 964	610	474	635	-4045
3	Aktivace	739	96	140	117	1481
B.	Výkonová spotřeba	147 479	118 324	148 965	170 414	173 592
1	Spotřeba materiálu a energie	132 960	105 708	133 616	154 812	154 864
2	Služby	14 519	12 617	15 349	15 602	18 728
+	Přidaná hodnota	41 790	34 556	55 360	77 969	84 349
C.	Osobní náklady	35 720	33 311	39 914	49 850	55 578
1	Mzdové náklady	26 147	24 340	29 237	36 806	40 731
2	Odměna členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0
3	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	9 224	8 628	10 310	12 606	14 296
4	Sociální náklady	349	343	367	438	551
D.	Daně a poplatky	278	214	423	461	393
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	634	834	1 821	2 644	3 818
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1 813	1 824	2 845	4 011	5 442
1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	17	14	289	0	138
2	tržby z prodeje materiálu	1796	1 810	2 556	4 011	5 304
F.	Zůstatková cena podaného dlouhodobého majetku a materiálu	1 342	1 283	1 864	3 150	4 395
1	Zůstatková cena podaného dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0
2	Prodaný materiál	1 342	1 283	1 864	3 150	4 395
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	1 064	-2 743	3 861	2 329	6 296
IV.	Ostatní provozní výnosy	830	676	1 738	976	1 555
H.	Ostatní provozní náklady	1 727	2 970	3 905	2 375	3 165
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	3 667	1 187	8 155	22 147	17 701

		2004	2005	2006	2007	2008
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
1	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
2	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
3	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	127	3	3	5	9
N.	Nákladové úroky	1 162	1 177	1 493	1 672	1 621
XL	Ostatní finanční výnosy	532	306	322	693	1231
O.	Ostatní finanční náklady	476	224	203	328	1015
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	-980	-1 093	-1 371	-1 302	-1 396
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	768	0	1 827	4 964	3 472
1	splatná	768	0	1 827	4 964	3 472
2	odložená	0	0	0	0	0
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	1 919	94	4 957	15 881	12 833
XIII.	Mimořádné výnosy	1	329	0	87	343
R.	Mimořádné náklady	0	0	1	0	-8
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
1	splatná	0	0	0	0	0
2	odložená	0	0	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	1	329	-1	87	351
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	1 920	423	4 956	15 968	13 184
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	2 688	423	6 783	20 932	16 656

	Výnosy celkem	192 570	156 017	209 433	254 155	266 521
	Náklady celkem	190 650	155 594	204 477	238 187	253 337
	EBIT (VH před zdaněním + nákladové úroky)	3850	1600	8276	22604	18277

Náklady na vlastní kapitál – stavebnicová metoda [6]

Pro stanovení výše nákladů na vlastní kapitál jsem zvolila stavebnicovou metodu, jejíž základní schéma výpočtu vypadá takto:

$$\begin{aligned} & \text{Výnosnost „bezrizikových“ cenných papírů (tj. dlouhodobých státních dluhopisů)} \\ & + \text{Přirážka za riziko} \\ & = \text{Kalkulovaná úroková míra} \end{aligned}$$

Celkovou rizikovou přirážku zjišťujeme jako součet několika dílčích rizikových přirážek. Stavebnicová metoda se skládá z následujících kroků:

- 1) určení konkrétních faktorů rizika podstatných pro oceňovaný podnik,
- 2) ohodnocení stupně rizika pro jednotlivé faktory,
- 3) transformace stanoveného stupně rizika na rizikovou přirážku.

Ohodnocení stupně rizika:

	Počet hodnocených kritérií	Váha	Počet * váha
OBCHODNÍ RIZIKO	25		25
I. Rizika oboru	4	1	4
II. Rizika trhu	3	1	3
III. Rizika konkurence	7	1	7
IV. Management	3	1	3
V. Výrobní proces	4	1	4
VI. Ostatní faktory	4	1	4
FINANČNÍ RIZIKO	6	1,3	7,8
Počet kritérií	31		32,8

Poměr obchodní riziko : Finanční riziko = 25 : 7,8 = 3 : 1.

Počet faktorů rizika používaný v dalších výpočtech po zohlednění vah bude: **n = 32,8**.

Stupeň rizika X od 1 až do 4.

Bezriziková výnosová míra r_f byla zvolena **4,85 %** (výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů k datu ocenění dle Ministerstva financí České republiky).

Maximální náklady vlastního kapitálu zvolíme na úrovni **30 %**.

Maximální riziková přirážka tedy bude 30 % - 4,85 % = **25,15 %**.

Koeficient rizikové přirážky $a = \sqrt[4]{\frac{30}{4,85}} = 1,577$

Výpočet rizikových přírážek pro jednotlivé stupně rizika:

X - stupeň rizika	a^x	z = (a^x - 1)	RP pro 1 faktor = (z*<i>r_f</i>/n)
1 Nízké riziko	1,577	0,577	0,085 %
2 Přiměřené riziko	2,487	1,487	0,220 %
3 Zvýšené riziko	3,922	2,922	0,432 %
4 Vysoké riziko	6,185	5,185	0,767 %

A. OBCHODNÍ RIZIKA

I. Rizika na úrovni oboru

1. Dynamika oboru	Riziko
stabilní obor, větší změny se nepředpokládají (tempo růstu asi na úrovni inflace)	nízké
dlouhodobě mírně rostoucí obor	přiměřené
obor v krizi, tendence k poklesu, obtížně předvídatelný vývoj	zvýšené
velmi rychle rostoucí obor, pravděpodobné zvraty a výkyvy	vysoké

2. Závislost oboru na hospodářském cyklu	Riziko
nezávislost na hospodářském cyklu	nízké
mírná závislost na hospodářském cyklu	přiměřené
značná závislost na hospodářském cyklu	zvýšené
typická cyklická produkce	vysoké

3. Potenciál inovací v oboru	Riziko
standardní obor s minimem technologických změn	nízké
standardní obor s mírnými technologickými změnami	přiměřené
obor se značným technologickým růstem, ale bez řádových inovací	zvýšené
obor vyznačující se zásadními technologickými inovacemi	vysoké

4. Určování trendů v oboru	Riziko
podnik se výrazně podílí na určování nových trendů v oboru	nízké
podnik je schopen rychlé reakce na nové trendy v oboru	přiměřené
podnik je schopen postupně reagovat na nové trendy v oboru	zvýšené
podnik obtížně zachycuje a dohání nové trendy v oboru	vysoké

I. Rizika oboru	RP = (z*<i>r_f</i>/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP*vážený počet)
Nízké	0,085 %	0	1	0	0,000 %
Přiměřené	0,220 %	2	1	2	0,440 %
Zvýšené	0,432 %	2	1	2	0,864 %
Vysoké	0,767 %	0	1	0	0,000 %
Součet		4		4	1,304 %

II. Rizika na úrovni trhu, kde je podnik činný

1. Kapacita trhu, možnost expanze	Riziko
domácí trh nenasyčen, dominantní podíl, minimální vývoz	nízké
domácí trh nenasyčen, tržní podíl srovnatelný s hlavními konkurenty, minimální vývoz	přímě řené
domácí trh nasycen	zvýšené
domácí trh nasycen, hledání nových zahraničních trhů	vysoké

2. Rizika dosažení tržeb	Riziko
prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný malý růst tržeb	nízké
prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný nárůst tržeb	přímě řené
nová společnost, bez historie tržeb, umírněný nárůst tržeb	zvýšené
nová společnost, bez historie tržeb, extrémní nebo skokový nárůst tržeb	vysoké

3. Rizika proniknutí na trhy, cílové trhy	Riziko
zavedené výrobky, rozhodující jsou stávající trhy	nízké
zavedené výrobky, zvýšení tržního podílu nebo proniknutí na nové trhy	přímě řené
nové výrobky, stávající trhy	zvýšené
nové výrobky, nové trhy	vysoké

II. Rizika trhu	RP = ($z \cdot r_f / n$)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka ($RP \cdot \text{vážený počet}$)
Nízké	0,085 %	0	1	0	0,000 %
Přímě řené	0,220 %	3	1	3	0,660 %
Zvýšené	0,432 %	0	1	0	0,000 %
Vysoké	0,767 %	0	1	0	0,000 %
Součet		3		3	0,660 %

III. Rizika z konkurence

1. Konkurence	Riziko
tržní mezera, konkurence nepůsobí	nízké
neconsolidovaná konkurence na cílovém trhu	přímě řené
obtížný vstup na nový trh a působení mezi existujícími konkurenty	zvýšené
zvyšující se tlak existujících konkurentů, nástup nové konkurence	vysoké

2. Konkurenceschopnost produktů	Riziko
parametry a životnost - srovnatelné se špičkovou konkurencí	nízké
parametry a životnost - srovnatelné s lepší konkurencí	přímě řené
parametry a životnost - srovnatelné s průměrnou konkurencí	zvýšené
parametry a životnost - nižší než průměrná konkurence	vysoké

3. Ceny	Riziko
ceny nižší než konkurence, uspokojivá marže zisku, možnost poskytnutí slev	nízké
ceny a marže zisku obdobná jako u konkurence	příměřené
ceny srovnatelné s konkurencí, nízká marže zisku	zvýšené
ceny vyšší než konkurence, minimální marže zisku	vysoké

4. Kvalita, řízení kvality	Riziko
lepší než konkurence	nízké
srovnatelné s konkurencí	příměřené
mírně nižší než konkurence	zvýšené
výrazně zaostává za konkurencí, časté reklamace	vysoké

5. Výzkum a vývoj	Riziko
vlastní vývoj, nové sofistikované výrobky, předstih před konkurencí	nízké
vývoj reaguje na požadavky zákazníků, vylepšování stávajících konkurenčních výrobků	příměřené
kopírování konkurenčních výrobků, snaha dohnat konkurenci	zvýšené
absence vlastního vývoje, podniková kooperace, příležitostné zakázky	vysoké

6. Reklama a propagace	Riziko
pravidelné náklady větší než v odvětví, účinnost vysoká	nízké
pravidelné náklady odpovídající průměru v odvětví, účinnost obvyklá	příměřené
nepravidelně, sporný přínos	zvýšené
nepravidelně, omezené náklady, nejistý přínos	vysoké

7. Distribuce, servis	Riziko
vybudovaná distribuční síť, rychlé a spolehlivé dodávky	nízké
vybudovaná distribuční síť, občas nepravidelné dodávky zákazníkům	příměřené
neúplná distribuční síť	zvýšené
nedostatečná distribuční síť, bez zpětné vazby	vysoké

III. Rizika konkurence	RP = ($z \cdot r_f / n$)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka (RP*vážený počet)
Nízké	0,085 %	0	1	0	0,000 %
Příměřené	0,220 %	6	1	6	1,319 %
Zvýšené	0,432 %	1	1	1	0,432 %
Vysoké	0,767 %	0	1	0	0,000 %
Součet		7		7	1,751 %

IV. Management

1. Vize, strategie	Riziko
jasná vize a strategie a prostředky jejího dosažení	nízké
změna vize, upřesňování strategií a bezprostředních cílů společnosti	přiměřené
strategie společnosti se postupně vytváří	zvýšené
neurčitá strategie, převažuje improvizace	vysoké

2. Klíčové osobnosti	Riziko
zastupitelnost klíčových osobností	nízké
dostupná přiměřená náhrada	přiměřené
obtížná náhrada klíčových osobností	zvýšené
vysoká závislost na několika klíčových nepostradatelných osobnostech	vysoké

3. Organizační struktura	Riziko
jednoduchá a přehledná struktura, komunikace bez potíží	nízké
jednoduchá organizační struktura, běžné komunikační potíže	přiměřené
složitá organizační struktura, mnohoúčelové řízení	zvýšené
komplikovaná, nepřehledná, často se měnící struktura	vysoké

IV. Management	RP = ($z \cdot r_f / n$)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka (RP*vážený počet)
Nízké	0,085 %	1	1	1	0,085 %
Přiměřené	0,220 %	2	1	2	0,440 %
Zvýšené	0,432 %	0	1	0	0,000 %
Vysoké	0,767 %	0	1	0	0,000 %
Součet		3		3	0,525 %

V. Výrobní proces

1. Struktura výrobků	Riziko
vlastní finální nebo zavedené výrobky, opakované prodeje, minimální technické změny	nízké
vlastní výrobky, četné modifikace	přiměřené
zakázková výroba, opakované stabilní požadavky dle dodané dokumentace	zvýšené
nepravidelné zakázky, častá změna dokumentace od zákazníků	vysoké

2. Technologické možnosti výroby	Riziko
postačující stávající zařízení, vyzkoušená technologie, stávající výrobky	nízké
vyzkoušená technologie, stávající výrobky, nutné rozšíření nebo rekonstrukce stávajícího zařízení	přiměřené
stávající výrobky, obdobné postupy, potřebná zásadní obnova výrobních zařízení	zvýšené
komplexně nová výrobní zařízení, nová technologie, nové výrobky	vysoké

3. Pracovní síla	Riziko
běžně dostupné profese, bez mimořádných nároků na kvalifikaci	nízké
dostupné profese, běžná učňovská, středoškolská, vysokoškolská kvalifikace	přiměřené
vyšší podíl specializovaných profesí, požadavky na zvyšování kvalifikace	zvýšené
převaha vysoce specializovaných profesí	vysoké

4. Dodavatelé	Riziko
stabilní dodavatelé, pravidelně požadované množství, bez potíží	nízké
stabilizovaný okruh dodavatelů, běžné dodavatelské problémy	přiměřené
částečná změna klíčových dodavatelů, výpadky dodávky	zvýšené
značně nestálí dodavatelé, pravidelné potíže s dodávkami	vysoké

V. Výrobní proces	RP = ($z \cdot r_f / n$)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka (RP*vážený počet)
Nízké	0,085 %	2	1	2	0,171 %
Přiměřené	0,220 %	2	1	2	0,440 %
Zvýšené	0,432 %	0	1	0	0,000 %
Vysoké	0,767 %	0	1	0	0,000 %
Součet		4		4	0,610 %

VI. Ostatní faktory provozních ziskových marží (přidané hodnoty)

1. Úroveň fixních nákladů (v případě problémů s daty možno nahradit podílem fixních aktiv)	Riziko
podíl fixních nákladů (aktiv) na celkových nákladech (aktivech) je malý	nízké
podíl fixních nákladů (aktiv) je okolo průměru	přiměřené
podíl fixních nákladů (aktiv) je vysoký	zvýšené
podíl fixních nákladů (aktiv) je velmi vysoký	vysoké

2. Postavení podniku vůči odběratelům	Riziko
velmi silné - větší počet malých odběratelů	nízké
silné - větší počet odběratelů, několik větších odběratelů s nepřevažujícím podílem	přiměřené
slabší - rozhodující váhu má několik velkých odběratelů	zvýšené
slabé - závislost na 1 až 2 silných odběratelích	vysoké

3. Postavení podniku vůči dodavatelům	Riziko
velmi silné - větší počet malých dodavatelů	nízké
silné - větší počet dodavatelů, několik větších dodavatelů s nepřevažujícím podílem	přiměřené
slabší - rozhodující váhu má několik velkých dodavatelů	zvýšené
slabé - závislost na 1 až 2 silných dodavatelích	vysoké

4. Bariéry vstupu do odvětví	Riziko
velmi silné (např. výroba elektrické energie)	nízké
silné (např. výroba těžkého strojírenství)	přiměřené
překonatelné (specializované produkce)	zvýšené
slabé (např. oblast služeb - vzdělávací kursy)	vysoké

VI. Ostatní faktory	RP = ($z \cdot r_f / n$)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka ($RP \cdot \text{vážený počet}$)
Nízké	0,085 %	1	1	1	0,085 %
Přiměřené	0,220 %	3	1	3	0,660 %
Zvýšené	0,432 %	0	1	0	0,000 %
Vysoké	0,767 %	0	1	0	0,000 %
Součet		4		4	0,745 %

B. FINANČNÍ RIZIKA

1. Úročený cizí kapitál/vlastní kapitál	Riziko
nízký podíl cizích zdrojů, dostatečná úvěrová kapacita	nízké
přiměřené cizí zdroje, prostor pro další financování cizím kapitálem	přiměřené
cizí zdroje ve stejné výši jako vlastní kapitál	zvýšené
cizí zdroje vyšší než vlastní kapitál	vysoké

2. Krytí úroků - EBIT / placené úroky dosahuje	Riziko
dosahuje hodnotu 10 a více	nízké
dosahuje hodnotu 4 až 10	přiměřené
dosahuje hodnotu 1,5 až 4	zvýšené
je nižší než 1,5	vysoké

3. Podíl čistého pracovního kapitálu (WC) na oběžných aktivech	Riziko
WC kryje i část přechodné výše oběžných aktiv	nízké
WC kryje stálou výši oběžných aktiv	přiměřené
WC nekryje stálou výši oběžných aktiv	zvýšené
WC je nulový nebo dokonce záporný	vysoké

4. Běžná a rychlá (okamžitá) likvidita	Riziko
vysoká běžná a rychlá likvidita, dostačující likvidní prostředky	nízké
vysoká běžná likvidita, mírná závislost na zásobách	přiměřené
obvyklá hodnota běžné likvidity, nízký podíl likvidních prostředků v oběžných aktivech	zvýšené
nízká běžná likvidita, vysoké pohledávky a zásoby, nedostatek likvidních prostředků	vysoké

5. Průměrná doba inkasa pohledávek	Riziko
odpovídá době splatnosti faktur	nízké
přiměřeně převyšuje splatnost faktur	přiměřené
značně převyšuje splatnost faktur, riziko nedobytných pohledávek	zvýšené
vysoce převyšuje splatnost faktur, značný podíl nedobytných pohledávek	vysoké

6. Průměrná doba držení zásob	Riziko
odpovídá minimálním nutným technologickým zásobám	nízké
přiměřená rezerva zásob, mírné předzásobení	přiměřené
zřetelně vyšší zásoby než je nutné, částečně zastaralé zásoby	zvýšené
vysoce předzásobená společnost, vysoký podíl zastaralých a neprodejných zásob	vysoké

Finanční rizika	RP = ($z \cdot r_f / n$)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka (RP*vážený počet)
Nízké	0,085 %	4	1,3	5,2	0,444 %
Přiměřené	0,220 %	2	1,3	2,6	0,572 %
Zvýšené	0,432 %	0	1,3	0	0,000 %
Vysoké	0,767 %	0	1,3	0	0,000 %
Součet		6			1,015 %

Vyhodnocení:

Bezriziková výnosová míra	4,85 %
<i>I. Rizika oboru</i>	1,304 %
<i>II. Rizika trhu</i>	0,660 %
<i>III. Rizika konkurence</i>	1,751 %
<i>IV. Management</i>	0,525 %
<i>V. Výrobní proces</i>	0,610 %
<i>VI. Ostatní faktory</i>	0,745 %
Obchodní riziko	5,595 %
Finanční riziko	1,015 %
Riziková prémie celkem	6,61 %
Náklady vlastního kapitálu	11,46 %

Náklady vlastního kapitálu stanovené stavebnicovou metodou činí 11,46 %.

